

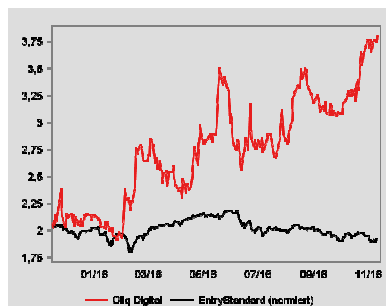
Buy EUR 4,90 (EUR 4,00) Kurs EUR 3,80 Upside 28,9 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 4,90	Aktien Daten: Bloomberg: CLIQ GR Reuters: CLIQ.DE ISIN: DE000A0HHJR3	Beschreibung: Clq AG ist Anbieter von Mobilien/Online Games und anderer mobiler Mehrwertdienste.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 23,5 Aktienanzahl (Mio.): 6,2 EV: 35,8 Freefloat MC: 9,6 Ø Trad. Vol. (30T): 20,84	Aktionäre: Freefloat 41,0 % Management 27,0 % Sonstige 32,0 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,6 KBV: 0,6 x EK-Quote: 67 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,5 x Net Debt / EBITDA: 0,5 x

Wenns läuft, dann läuft...

Berichtete Kennzahlen Q3/2016:								Kommentar zu den Kennzahlen:							
in Mio. EUR	Q3/16	Q3/16e	Q3/15	yoy	9M/16	9M/16e	9M/15	yoy							
Umsatz	16,2	13,0	12,0	34,9%	47,4	44,2	41,4	14,6%	- Am 14.11.16 legte die Clq Digital die Geschäftszahlen für das Q3 respektive die ersten neun Monate 2016 vor. - Diese lagen, wie schon das Q1 und Q2 zuvor, über den Erwartungen. - Im Vorjahr hatte Clq noch mit deutlichen Belastungen aus der Fusion mit Bob Mobile, aber insbesondere auch mit temporären Schwierigkeiten im mexikanischen Markt zu kämpfen.						
EBITDA	6,5	5,0	4,3	53,8%	19,3	17,8	13,9	38,8%							
Marge	40,4%	38,5%	35,4%		40,8%	40,3%	33,7%								
Jahresüberschuss	0,7	0,5	0,3	132,4%	1,9	1,7	1,2	53,6%							
Marge	4,3%	3,8%	2,5%		4,0%	3,8%	3,0%								

Die Jahre nach der Fusion von Clq Digital und Bob Mobile ab 2012 standen im Zeichen deutlicher Restrukturierungs- und Refinanzierungsmaßnahmen. Mit Abschluss des Jahres 2015, welches erstmals wieder steigende Umsätze und Ergebnisse zeigte, stellte sich Clq Digital wieder als wachsendes Unternehmen auf. Kern der Geschäftstätigkeit bilden nach wie vor mobile Mehrwertdienste, die den internationalen Kunden im Rahmen von Abos angeboten werden. Der Beginn des Jahres 2015 war jedoch noch durch den Sondereffekt gekennzeichnet, dass der mexikanische Mobilfunkanbieter Telcel den von Clq Digital genutzten Service Provider vom Netz genommen hat. Damit konnten keine Dienstleistungen an die Kunden des Netzbetreibers erbracht werden. Für Clq Digital war jedoch lediglich entscheidend, dass die Inhalte, welche auch für andere mexikanische Service Provider interessant sind, über (ggf. mehrere) andere Service Provider in Mexiko vermarktet werden. Das Aufsetzen dieser neuen Struktur hat einige Monate in Anspruch genommen. Zudem wurden vor allem neue Märkte erschlossen (insbes. Afrika) und gute Vertriebspartner gewonnen. Außerdem gelang es in Europa auf Basis eines stabilen regulatorischen Umfelds wieder deutlich stärker zu wachsen. In 2016 zeigt sich nun Quartal für Quartal, wie **ertragsstark das Geschäft** sein kann, wenn es nicht durch marktinduzierte belastende Entwicklungen verzerrt wird. **Die Aktie der Clq Digital AG wird nun auf Basis neuer Prognosen und eines leicht reduzierten Beta (Risikoabschlag) bei einem Kursziel von EUR 4,90 weiter mit Kaufen eingestuft.**

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen: ▪ Auf Basis der guten Q3 Zahlen, die zusammen mit den Vorquartalen für eine grundsätzliche Verbesserung der Verfassung des Cliq-Marktumfeldes stehen, wurden die Prognosen nochmals angehoben.
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	
Umsatz	60,2	4,7 %	64,7	4,7 %	69,5	4,7 %	
EBITDA	21,5	7,1 %	24,3	6,1 %	26,1	6,1 %	
EBIT	3,2	20,2 %	4,0	13,2 %	4,3	13,2 %	
EPS	0,32	25,0 %	0,43	14,0 %	0,46	15,2 %	

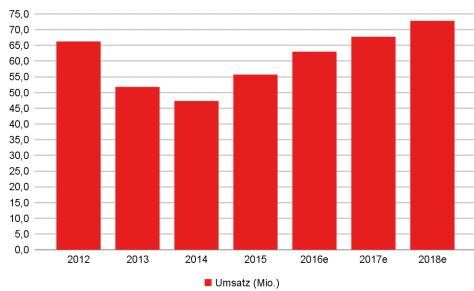


Rel. Performance vs EntryStandard:	
1 Monat:	18,5 %
6 Monate:	41,2 %
Jahresverlauf:	82,8 %
Letzte 12 Monate:	92,6 %

Unternehmenstermine:
17.11.16 Q3

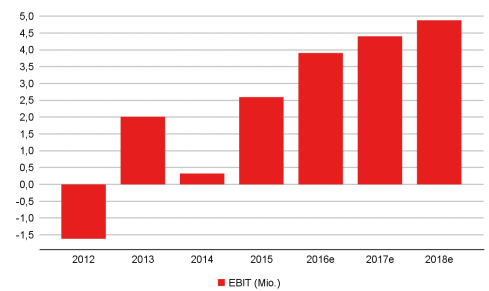
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	9,3 %	66,2	51,8	47,3	55,7	63,0	67,7	72,8
Veränd. Umsatz yoy		88,8 %	-21,8 %	-8,6 %	17,7 %	13,1 %	7,5 %	7,5 %
EBITDA	11,4 %	8,5	6,0	11,5	20,0	23,0	25,7	27,7
Marge		12,9 %	11,6 %	24,3 %	35,9 %	36,5 %	38,0 %	38,0 %
EBIT	23,4 %	-1,6	2,0	0,3	2,6	3,9	4,5	4,9
Marge		-2,4 %	3,9 %	0,7 %	4,7 %	6,2 %	6,7 %	6,7 %
Nettoergebnis	34,4 %	-3,6	1,0	1,0	1,4	2,5	3,0	3,3
EPS	34,1 %	-0,90	0,25	0,22	0,22	0,40	0,49	0,53
EPS adj.	34,1 %	-0,90	0,25	0,22	0,22	0,40	0,49	0,53
DPS	-	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.
FCFPS		1,51	1,49	-1,10	0,29	0,44	0,67	0,73
FCF / Marktkap.		12,9 %	33,3 %	-42,1 %	11,2 %	11,2 %	17,2 %	18,6 %
EV / Umsatz		1,0 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA		7,8 x	4,7 x	2,4 x	1,6 x	1,6 x	1,3 x	1,0 x
EV / EBIT		n.a.	14,1 x	85,0 x	11,9 x	9,3 x	7,1 x	5,7 x
KGv		n.a.	18,0 x	11,9 x	11,8 x	9,5 x	7,8 x	7,2 x
KGv ber.		n.a.	18,0 x	11,9 x	11,8 x	9,5 x	7,8 x	7,2 x
FCF Yield Potential		10,8 %	19,1 %	-11,0 %	7,4 %	10,1 %	15,0 %	18,6 %
Nettoverschuldung		19,8	10,1	15,3	14,9	12,3	8,2	3,8
ROE		-19,5 %	3,0 %	2,8 %	3,4 %	5,9 %	6,8 %	6,9 %
ROCE (NOPAT)		n.a.	9,6 %	0,4 %	3,7 %	5,3 %	6,2 %	6,8 %
Guidance:	Prozentual zweistelliger Zuwachs von Umsatz, EBITDA und Konzernergebnis in 2016							

Entwicklung Umsatz in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

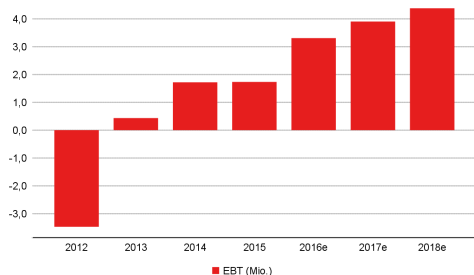
Unternehmenshintergrund

- Anbieter mobiler Apps, Software, Games und Entertainment mit eigener Payment-Plattform.
- Diese werden dem Kunden hauptsächlich im Rahmen eines einfachen Absatzweges (Abo-Modelle) angeboten.
- Das Unternehmen entwickelt sich zu einem Wettbewerber von Unternehmen wie Glu und Gameloft bzw. vom Anbieter einfacher mobiler Abo-Produkte zum Anbieter moderner mobiler Produkte.

Wettbewerbsqualität

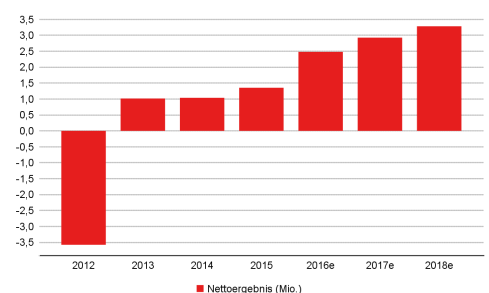
- Cliq arbeitet in einem sehr schnelllebigem, stark von Regulierungen und Wettbewerb geprägten Markt.
- Erfolgreiche Produktlizenzierung, sehr schnelle Anpassung an Markttrends, eigene Technologien, internationale Präsenz/Skalierung, diverse Zahlungsmodi und vielfältige Produkte grenzen Cliq vom Wettbewerb ab.
- Der Vorstand und das Management der Cliq können jahrelange Branchenerfahrung vorweisen.

Entwicklung EBT in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	63,0	67,7	72,8	74,6	76,5	78,4	80,4	82,4	84,4	86,5	88,7	90,9	93,2	2,5 %
Umsatzwachstum	13,1 %	7,5 %	7,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	
EBIT	3,9	4,5	4,9	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	5,0 %
EBIT-Marge	6,2 %	6,7 %	6,7 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Steuerquote (EBT)	25,0 %	25,0 %	25,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	3,3
NOPAT	2,9	3,4	3,7	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	
Abschreibungen	19,1	21,2	22,8	17,9	18,4	18,8	19,3	19,8	20,3	20,8	21,3	21,8	22,4	24,0 %
Abschreibungsquote	30,3 %	31,3 %	31,3 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	
Veränd. Rückstellungen	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	0,1
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	22,4
- Investitionen	18,5	19,9	21,4	17,9	18,4	18,8	19,3	19,8	20,3	20,8	21,3	21,8	22,4	
Investitionsquote	29,4 %	29,3 %	29,3 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	24,0 %	0,0
Sonstiges	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)	3,2	4,5	4,9	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	3,2	3
Barwert FCF	3,1	4,1	4,1	2,0	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,1	
Anteil der Barwerte	25,14 %			33,58 %										41,28 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	25,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,70
		Sonstiges	1,73
WACC	8,79 %	Beta	1,60

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	27		
Terminal Value	19		
Zinstr. Verbindlichkeiten	15		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	0	Aktienzahl (Mio.)	6,2
Eigenkapitalwert	30	Wert je Aktie (EUR)	4,90

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum									Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	Beta	WACC	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,85	9,8 %	3,82	3,89	3,96	4,04	4,12	4,21	4,31	1,85	9,8 %	2,28	2,87	3,45	4,04	4,63	5,22	5,81
1,72	9,3 %	4,18	4,26	4,35	4,44	4,54	4,65	4,77	1,72	9,3 %	2,55	3,18	3,81	4,44	5,07	5,70	6,33
1,66	9,0 %	4,37	4,46	4,56	4,66	4,77	4,89	5,03	1,66	9,0 %	2,71	3,36	4,01	4,66	5,31	5,96	6,61
1,60	8,8 %	4,58	4,68	4,78	4,90	5,02	5,16	5,31	1,60	8,8 %	2,87	3,55	4,22	4,90	5,58	6,25	6,93
1,54	8,5 %	4,80	4,91	5,03	5,16	5,30	5,45	5,62	1,54	8,5 %	3,05	3,75	4,46	5,16	5,86	6,56	7,26
1,48	8,3 %	5,04	5,16	5,30	5,44	5,60	5,77	5,95	1,48	8,3 %	3,25	3,98	4,71	5,44	6,17	6,90	7,63
1,36	7,8 %	5,58	5,73	5,90	6,08	6,28	6,50	6,74	1,36	7,8 %	3,69	4,49	5,28	6,08	6,88	7,67	8,47

- Digitale Mehrwertdienste unterliegen hohen Risiken aufgrund eines sehr schnelllebigen Marktes.
- Auch das erhebliche erfolgte anorganische Wachstum der vergangenen Jahre beinhaltet hohe Risiken.
- Insgesamt wird daher mit einem hohen Beta gerechnet.

Wertermittlung							
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	1,4 x	0,5 x	0,3 x	0,4 x	0,6 x	0,5 x	0,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-3,79	-2,32	-1,87	-1,39	-1,00	-0,52	-0,01
EV / Umsatz	1,0 x	0,5 x	0,6 x	0,6 x	0,6 x	0,5 x	0,4 x
EV / EBITDA	7,8 x	4,7 x	2,4 x	1,6 x	1,6 x	1,3 x	1,0 x
EV / EBIT	n.a.	14,1 x	85,0 x	11,9 x	9,3 x	7,1 x	5,7 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	14,1 x	85,0 x	11,9 x	9,3 x	7,1 x	5,7 x
Kurs / FCF	7,8 x	3,0 x	n.a.	8,9 x	8,9 x	5,8 x	5,4 x
KGV	n.a.	18,0 x	11,9 x	11,8 x	9,5 x	7,8 x	7,2 x
KGV ber.*	n.a.	18,0 x	11,9 x	11,8 x	9,5 x	7,8 x	7,2 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free Cash Flow Yield Potential	10,8 %	19,1 %	-11,0 %	7,4 %	10,1 %	15,0 %	18,6 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	66,2	51,8	47,3	55,7	63,0	67,7	72,8
Veränd. Umsatz yoy	88,8 %	-21,8 %	-8,6 %	17,7 %	13,1 %	7,5 %	7,5 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert Eigenleistungen	0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	66,6	52,2	47,4	55,7	63,0	67,7	72,8
Materialaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Personalaufwendungen	8,0	6,2	5,9	6,4	10,4	10,8	11,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,9	0,0	0,0	0,6	0,7	0,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	50,4	40,9	30,0	29,4	30,2	31,8	34,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,5	6,0	11,5	20,0	23,0	25,7	27,7
Marge	12,9 %	11,6 %	24,3 %	35,9 %	36,5 %	38,0 %	38,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,2	0,6	1,4	1,5
EBITA	8,2	5,7	11,3	19,8	22,4	24,4	26,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	10,3	3,7	10,9	17,2	18,5	19,8	21,3
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-1,6	2,0	0,3	2,6	3,9	4,5	4,9
Marge	-2,4 %	3,9 %	0,7 %	4,7 %	6,2 %	6,7 %	6,7 %
EBIT adj.	-1,6	2,0	0,3	2,6	3,9	4,5	4,9
Zinserträge	0,3	0,5	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	1,9	2,0	0,7	0,9	0,6	0,5	0,5
Sonstiges Finanzergebnis	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-3,5	0,4	1,7	1,7	3,3	4,0	4,4
Marge	-5,2 %	0,8 %	3,6 %	3,1 %	5,2 %	6,0 %	6,0 %
Steuern gesamt	0,1	-0,6	0,7	0,4	0,8	1,0	1,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-3,6	1,0	1,0	1,4	2,5	3,0	3,3
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-3,6	1,0	1,0	1,4	2,5	3,0	3,3
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-3,6	1,0	1,0	1,4	2,5	3,0	3,3
Marge	-5,4 %	2,0 %	2,2 %	2,4 %	3,9 %	4,5 %	4,5 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	4,0	4,1	4,7	6,2	6,2	6,2	6,2
EPS	-0,90	0,25	0,22	0,22	0,40	0,49	0,53
EPS adj.	-0,90	0,25	0,22	0,22	0,40	0,49	0,53

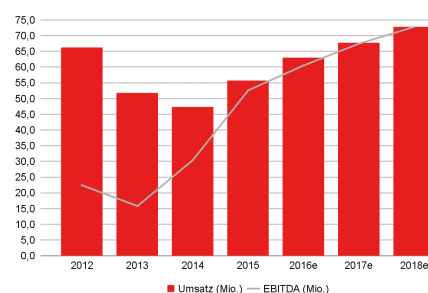
*Adjustiert um:

Guidance: Prozentual zweistelliger Zuwachs von Umsatz, EBITDA und Konzernergebnis in 2016

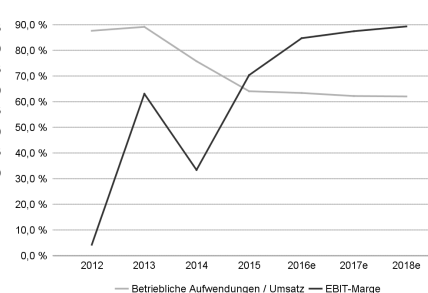
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,7 %	89,2 %	75,8 %	64,1 %	63,5 %	62,0 %	62,0 %
Operating Leverage	-0,4 x	n.a.	9,7 x	39,5 x	3,9 x	2,2 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	4,5 x	3,0 x	17,3 x	22,7 x	38,3 x	51,5 x	55,3 x
Steuerquote (EBT)	-3,1 %	-134,3 %	39,6 %	21,9 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	1.103.885	450.302	531.663	633.044	715.909	769.602	827.322

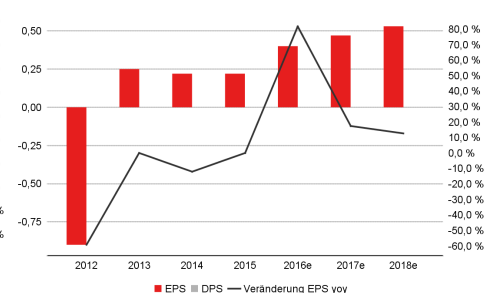
Umsatz, EBITDA in Mio. EUR



Operative Performance in %



Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

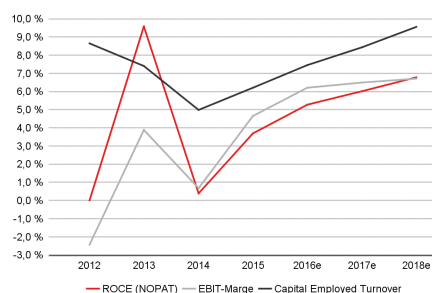
Bilanz

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	47,6	45,4	48,0	49,6	49,6	49,6	49,6
davon übrige imm. VG	3,7	0,8	4,1	5,8	5,8	5,8	5,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	42,8	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2	43,2
Sachanlagen	0,7	0,6	0,7	0,5	-0,1	-1,4	-2,8
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	48,4	46,0	48,7	50,0	49,5	48,3	47,0
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,7	2,7	2,0	4,7	5,3	5,7	6,1
Liquide Mittel	2,7	0,3	0,2	0,1	1,7	5,7	10,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	10,7	9,8	10,0	7,6	7,6	7,6	7,6
Umlaufvermögen	19,0	12,9	12,3	12,4	14,7	19,1	24,0
Bilanzsumme (Aktiva)	67,4	58,9	61,0	62,4	64,2	67,5	70,9
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	4,0	4,4	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Kapitalrücklage	44,1	45,9	46,5	46,6	46,6	46,6	46,6
Gewinnrücklagen	-15,5	-14,5	-13,5	-12,1	-9,6	-6,6	-3,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchwert	32,5	35,8	39,2	40,7	43,2	46,3	49,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	32,5	35,8	39,2	40,7	43,2	46,3	49,5
Rückstellungen gesamt	1,8	1,3	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	22,5	10,3	15,5	14,9	13,9	13,9	13,9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	10,3	4,8	7,9	7,9	7,9	7,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,8	2,4	1,6	2,4	2,7	2,9	3,1
Sonstige Verbindlichkeiten	7,8	9,1	3,4	3,6	3,6	3,6	3,6
Verbindlichkeiten	34,9	23,1	21,8	21,7	21,0	21,2	21,4
Bilanzsumme (Passiva)	67,4	58,9	61,0	62,4	64,2	67,5	70,9

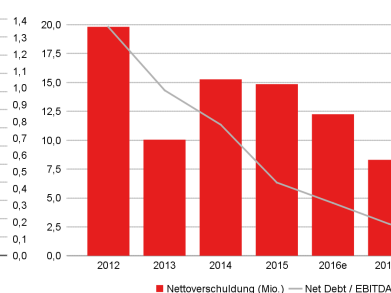
Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	18,2 x	55,4 x	41,1 x	19,7 x	24,2 x	45,8 x	283,9 x
Capital Employed Turnover	1,3 x	1,1 x	0,9 x	1,0 x	1,1 x	1,2 x	1,4 x
ROA	-7,4 %	2,2 %	2,1 %	2,7 %	5,0 %	6,3 %	7,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	n.a.	9,6 %	0,4 %	3,7 %	5,3 %	6,2 %	6,8 %
ROE	-19,5 %	3,0 %	2,8 %	3,4 %	5,9 %	6,8 %	6,9 %
Adj. ROE	-19,5 %	3,0 %	2,8 %	3,4 %	5,9 %	6,8 %	6,9 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	19,8	10,1	15,3	14,9	12,3	8,2	3,8
Nettofinanzverschuldung	19,8	10,1	15,3	14,9	12,3	8,2	3,8
Net Gearing	60,9 %	28,1 %	38,9 %	36,5 %	28,3 %	17,7 %	7,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	231,8 %	167,4 %	132,6 %	74,3 %	53,3 %	31,9 %	13,7 %
Buchwert je Aktie	8,2	8,6	8,3	6,4	6,8	7,3	7,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	-3,8	-2,3	-1,9	-1,4	-1,0	-0,5	0,0

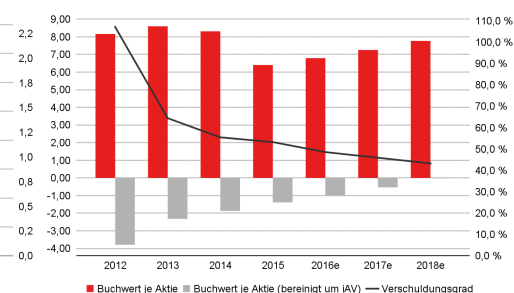
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung in Mio. EUR



Buchwert je Aktie in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

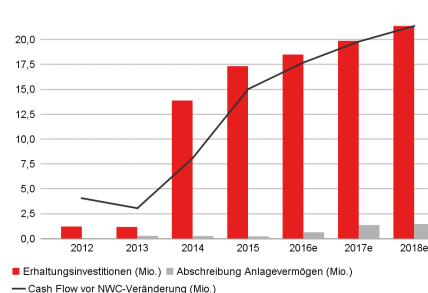
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-3,6	1,0	1,0	1,4	2,5	3,0	3,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,3	0,3	0,2	0,6	1,4	1,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	10,3	3,7	10,9	17,2	18,5	19,8	21,3
Veränderung langfristige Rückstellungen	-1,8	-1,2	-0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	-0,1	-2,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	5,0	3,7	9,9	18,4	21,6	24,2	26,1
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	6,0	4,0	0,5	-0,2	-0,6	-0,4	-0,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-3,8	-0,5	-1,6	1,0	0,3	0,2	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	2,3	3,5	-1,1	0,8	-0,4	-0,2	-0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	7,2	7,2	8,7	19,1	21,2	24,0	25,9
Investitionen in iAV	-0,8	-1,0	-13,5	-17,3	-18,5	-19,8	-21,3
Investitionen in Sachanlagen	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Zugänge aus Akquisitionen	-21,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Erlöse aus Anlageabgängen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-22,2	-1,0	-13,9	-17,3	-18,6	-20,0	-21,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	30,6	0,0	-1,2	-4,4	-1,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	-15,1	-10,3	2,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	15,5	-8,6	1,2	-4,3	-1,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	0,5	-2,4	-3,9	-2,5	1,6	4,0	4,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,6	0,3	-3,7	-2,2	1,7	5,7	10,1

Kennzahlen

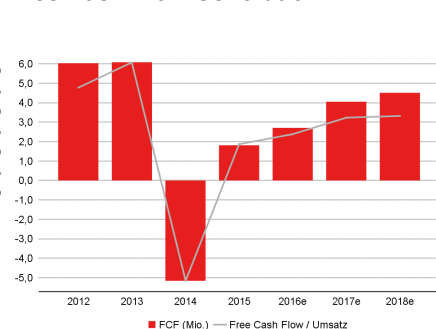
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	6,0	6,1	-5,2	1,8	2,7	4,1	4,5
Free Cash Flow / Umsatz	9,1 %	11,7 %	-10,9 %	3,2 %	4,3 %	6,1 %	6,2 %
Free Cash Flow Potential	7,2	5,4	-3,0	2,3	3,7	4,8	5,2
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-168,5 %	598,6 %	-497,0 %	133,7 %	109,1 %	137,0 %	137,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	11,0 %	31,6 %	828,4 %	11,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	17,0 %	12,2 %	5,2 %	5,8 %	4,2 %	3,6 %	3,6 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	1,8 %	2,2 %	29,3 %	31,1 %	29,4 %	29,3 %	29,3 %
Maint. Capex / Umsatz	1,8 %	2,2 %	29,3 %	31,1 %	29,4 %	29,3 %	29,3 %
CAPEX / Abschreibungen	11,9 %	29,2 %	123,9 %	99,6 %	96,9 %	93,8 %	93,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	3,7 %	3,2 %	0,9 %	2,5 %	4,0 %	4,1 %	4,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	206,4 %	112,2 %	127,2 %	195,6 %	196,3 %	196,6 %	196,8 %
Vorratsumschlag	n.a.	0,0 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x	0,0 x
Receivables collection period (Tage)	31	19	16	31	31	31	31
Payables payment period (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Investitionen und Cash Flow

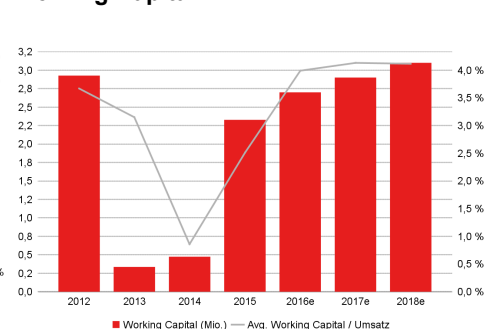
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-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 verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbsslage, 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 WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958

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.

Es wurden 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 Anlageempfehlung 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. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DelVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research 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 Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Cliq Digital	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A0HHJR3.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.

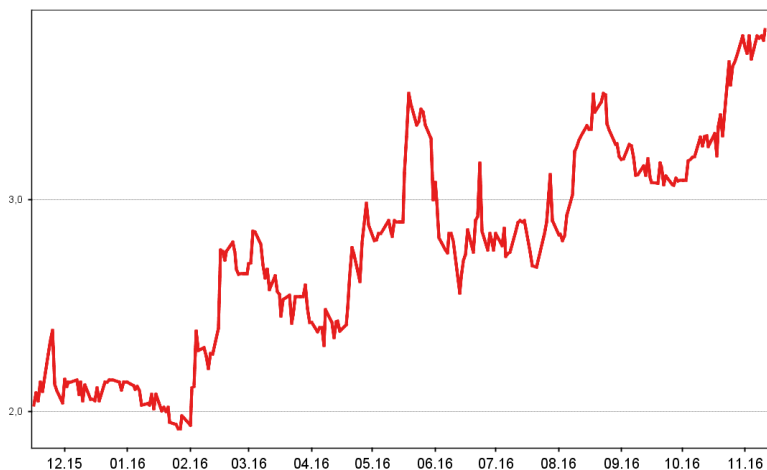
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	124	64
Halten	63	33
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	193	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	22	73
Halten	7	23
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	30	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CLIQ DIGITAL] AM [14.11.2016]

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

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

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

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@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

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@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

Henrik Paganetty +49 40 309537-185
Telecommunications hpaganetty@warburg-research.com

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

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

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@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

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Car Suppliers, Technology awahl@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@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

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

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

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

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Suisse, France spallhuber@mmwarburg.com

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@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 omerkel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@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

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 Reuters www.thomsonreuters.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