

**Kaufen** Ersteinschätzung

**Kursziel EUR 6,00** (alt: n.a.)

**Kurs** EUR 3,47  
**Bloomberg** DVN1 GR  
**Reuters** DVNG  
**Branche** Medien

**Marktführer für Unterhaltungsinhalte in Flugzeugen (inflight entertainment / IFE).**



Aktien Daten: 03.06.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 57,5 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 69,9 Mio.  
**Buchwert:** EUR 50,4 Mio.  
**Aktienanzahl:** 16,6 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 67,4 Tsd.

**Aktionäre:**  
 Freefloat 62,3 %  
 Auctus Capital Partners 16,2 %  
 Aristotelis Mistakidis 10,8 %  
 Axxion S.A. 5,5 %  
 Shareholder Value 5,2 %

**Termine:**  
 HV 10.06.11  
 Zahlen Q2 31.08.11  
 Zahlen Q3 17.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	120	-	134	-	138	-
<b>EBIT</b>	8,8	-	9,5	-	10,5	-
<b>EPS</b>	0,36	-	0,36	-	0,40	-

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 06.06.2011  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

## Advanced Inflight Alliance ist startbereit

Die Advanced Inflight Alliance AG ist weltweit führend im Bereich der Bordunterhaltung in Passagierflugzeugen. Im Wettbewerb kann sich Advanced Inflight Alliance vor allem aufgrund folgender Faktoren behaupten:

- Aufgrund jahrelanger Erfahrung im IFE-Markt ist Advanced Inflight Alliance exzellent vernetzt. Als **Marktführer hat Advanced Inflight Alliance eine starke Marke**. Auch die Börsennotierung und die solide Bilanz heben das Unternehmen gegenüber kleineren Wettbewerbern ab.
- Advanced Inflight Alliance besitzt im Gegensatz zu vielen kleineren Wettbewerbern **Standorte an allen wichtigen Hubs** und kann somit auch internationale Fluglinien effizient adressieren.
- Advanced Inflight Alliance zählt zu den **Innovationsführern in der Branche**. Das Unternehmen antizipiert früh aktuelle Trends und liefert als **einzigster „One-Stop-Shop“-Anbieter** Filme, Games und Anwendungen aus einer Hand.

In den letzten Jahren konnte Advanced Inflight Alliance stark wachsen. Trotz der Krise in der Luftfahrtindustrie legte der Umsatz stetig zu. Dieses Wachstum war jedoch teilweise anorganisch. **Für 2011ff ist mit weiterem Wachstum zu rechnen:**

- Das **Wachstum** 2011ff vs. 2010 ist, neben einer Stabilisierung des Luftfahrtgeschäftes vor allem durch zwei Akquisitionen geprägt. Das organische Wachstum wird in den nächsten Jahren bei etwa 3% angesetzt. Der Rest ist auf die Konsolidierung der beiden Akquisitionen zurückzuführen.
- 2010 war durch die Finanzkrise und den Vulkanausbruch des Eyjafjalla beeinflusst. Zudem sind für 2011/12ff **erste Umsätze mit Applikationen** realistisch. Hierzu zählen beispielsweise die elektronische Speisekarte oder der e-reader für Zeitungen. Darüber hinaus führen immer leichtere und günstigere IFE-Systeme zunehmend zur Ausstattung von Flugzeugen, in denen vorher keine Hardwaresysteme für Bordunterhaltung vorhanden waren. Die **Ausstattung von Mittelstreckenflugzeugen erweitert die Zielgruppe** der Advanced Inflight Alliance. Aktuell ansteigende **Auslieferungen von A380 und Dreamliner (Ende 2011) mit komplexer IFE-Technik** bilden weitere Wachstumstreiber.
- **Die Erträge werden voraussichtlich überproportional steigen**, denn das Unternehmen treibt im Rahmen des Programms „Inflight Entertainment Excellence 2015“ die Konsolidierung der vielfältigen Konzernaktivitäten voran. Hierbei steht die **effizientere Organisation** der über 20 Tochtergesellschaften im Fokus. Gleichzeitig werden die Mitarbeiter auf die möglichst **gewinnbringendere Vermarktung** geschult bzw. incentiviert. Positiv auf die Erträge sollte sich auch der **Wegfall der Abfindungszahlungen** (EUR 0,5 Mio. an ehemaligen Vorstand sowie EUR 0,3 Mio. für sonstige AO-Kosten) in 2011 auswirken.

Auch der **Newsflow** sollte sich verbessern: 2010/11 war noch gekennzeichnet durch einen **Vorstandswechsel, eine Wirtschafts- und Finanzkrise** und den Verlust des (nicht mehr besonders relevanten) Kunden „Lufthansa“. **Das Unternehmen plant nun die Kapitalmarktarbeit zu intensivieren und laufend über Fortschritte** des Programms „Inflight Entertainment Excellence 2015“ **zu berichten**. Auf Basis eines leichten Umsatzanstieges und der erwähnten strukturellen Verbesserungen ergibt sich ein moderater Ergebnisanstieg auf EUR 10,5 Mio. (EBIT 2013) in den kommenden Jahren. **Hieraus errechnet sich ein Kursziel von EUR 6,00 (DCF) für die Aktie der Advanced Inflight Alliance. Im Zuge des verbesserten Newsflows und der verbesserten Ertragsvisibilität erscheint die AIA-Aktie vielversprechend. Die Ersteinschätzung lautet Kaufen.**

Geschäftsjahresende:	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>31.12.</b>							
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	85,1	107	108	111	120	134	138
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	26,2 %	0,6 %	2,8 %	8,0 %	11,7 %	3,0 %
<b>Rohertrag</b>	24,5	36,6	40,3	44,1	49,6	55,9	57,8
<i>Rohertragsmarge</i>	28,8 %	34,1 %	37,3 %	39,7 %	41,3 %	41,7 %	41,9 %
<b>EBITDA</b>	5,3	12,8	11,7	12,6	15,5	17,8	18,9
<i>EBITDA-Marge</i>	6,3 %	11,9 %	10,9 %	11,4 %	12,9 %	13,3 %	13,7 %
<b>EBIT</b>	3,5	8,9	6,8	8,4	8,8	9,5	10,5
<i>EBIT-Marge</i>	4,1 %	8,2 %	6,3 %	7,6 %	7,3 %	7,1 %	7,6 %
<b>Jahresüberschuss</b>	3,4	6,0	4,7	5,5	5,6	6,0	6,7
<b>EPS</b>	0,22	0,41	0,33	0,38	0,36	0,36	0,40
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,24	0,66	0,35	0,37	0,39	0,57	0,59
<b>Dividende</b>	0,00	0,08	0,10	0,12	0,14	0,16	0,18
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	2,3 %	2,9 %	3,5 %	4,0 %	4,6 %	5,2 %
<b>EV/Umsatz</b>	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4
<b>EV/EBITDA</b>	12,0	5,0	5,5	5,1	4,5	3,5	2,9
<b>EV/EBIT</b>	18,4	7,2	9,4	7,6	8,0	6,6	5,3
<b>KGV</b>	15,8	8,5	10,5	9,1	9,6	9,6	8,7
<b>ROCE</b>	10,3 %	23,9 %	16,4 %	18,5 %	15,6 %	14,7 %	16,0 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	4,2 %	15,8 %	13,9 %	15,2 %	17,8 %	23,5 %	28,3 %

---

<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>3</b>
Wettbewerbsfaktor Kundenbasis	3
Langlebigkeit sichert Wettbewerbsposition	4
Einzigiger One-Stop-Shop	4
Trends früh antizipiert	5
Unternehmenskäufe untermauern Wettbewerbsposition	6
Solide aufgestellt	6
<b>Finanzen</b>	<b>7</b>
Historie und jüngste Performance	7
Umsatzentwicklung	7
Entwicklung der Kostenpositionen und Ergebnisprognose	8
Bilanzielle Situation	9
<b>Bewertung</b>	<b>11</b>
Free Cash Flow Yield	11
DCF-Modell	12
Peer Group-Bewertung	13
<b>Newsflow</b>	<b>14</b>
Qualitativer Newsflow: Zahlen verbessern sich sukzessive	14
Belastende Faktoren überstanden	14
<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	<b>16</b>
Unternehmenshintergrund	16
Geschäftsmodell	16
Tochtergesellschaften	17
Management	18
Aktionärsstruktur	18
<b>Kennzahlen</b>	<b>20</b>

- **Advanced Inflight Alliance (AIA) ist führender Anbieter von Bordunterhaltung in Passagierflugzeugen (Inflight Entertainment / IFE)**
- **Die große Kundenbasis (Referenzen),**
- **...die technologische Kompetenz,**
- **...ein breites Anwendungsspektrum (Video/Games/Anwendungen)**
- **...und die Präsenz an den wichtigen Hubs grenzt Advanced Inflight Alliance gegenüber kleineren Wettbewerbern ab.**
- **Advanced Inflight Alliance antizipiert schon heute die kommenden Trends des On-Board-Entertainments**

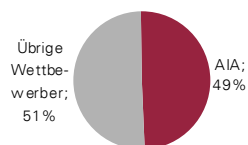
Die Advanced Inflight Alliance AG ist weltweit führend im Bereich der Bordunterhaltung in Passagierflugzeugen. Das Unternehmen arbeitet mit den wesentlichen großen Fluggesellschaften zusammen und besitzt einen Marktanteil von rund 50%. Auch die Ausstattung der Passagiermaschinen mit elektronischen Spielen zählt zum Leistungsspektrum der Advanced Inflight Alliance. In diesem Segment erreicht die Gesellschaft weltweit einen Marktanteil von ca. 90%. Im Bereich der Applikationen ist Advanced Inflight Alliance Innovationsführer. Im vergangenen Geschäftsjahr konnte die Advanced Inflight Alliance EUR 111 Mio. umsetzen. An 11 Standorten rund um den Globus beschäftigt der Konzern 476 Mitarbeiter. Aufgrund jahrelanger Erfahrung im IFE-Markt ist Advanced Inflight Alliance exzellent vernetzt.

## Wettbewerbsfaktor Kundenbasis

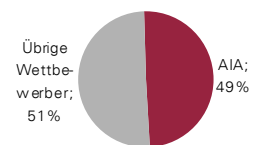
Ein bedeutender Vorteil des Unternehmens ist seine breite Kundenbasis. So schafft es Advanced Inflight Alliance sich mit seiner Vielzahl an bedeutenden Großkunden deutlich von seinen Wettbewerbern abzusetzen. Auf dem Markt für Bordunterhaltung gelang es dem Unternehmen in den letzten Jahren den bedeutendsten **Markennamen mit einer starken Referenzwirkung** zu etablieren.

### Marktanteile der Advancend Inflight Alliance 2010

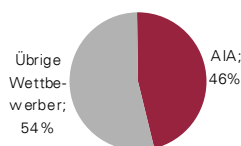
**Europa, Mittlerer Osten, Afrika**



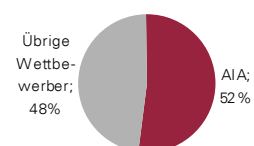
**IFE-Gesamtmarkt**



**Asien**



**USA & Kanada**



Quellen: Advanced Inflight Alliance AG

Aufgrund der Vielzahl von Kunden kann das Unternehmen **Volumenvorteile im Einkauf** und im Bereich technischer Dienstleistungen generieren. Dies ist auch aus Sicht der Logistik relevant, da Advanced Inflight Alliance alle wichtigen Hubs besetzt und so auch globale Flotten auf hohem Niveau beliefern kann. Kleinere Wettbewerber können diesen **infrastrukturellen Vorteil** nicht darstellen.

Von den international tätigen Carriern, sind die meisten Advanced Inflight Alliance-Kunden. Nationale Flüge weisen zumeist kein IFE auf. Zu den wichtigsten Kunden der Advanced Inflight Alliance zählen Airlines, welche derzeit eine **Vielzahl von Großraum-Flugzeugen mit aufwendiger IFE-Technik ordern**, wie Qatar, Cathay Pacific, Emirates, Singapore Airlines u.a.

## Langlebigkeit sichert Wettbewerbsposition

IFE-Lösungen basieren auf Hardware, welche im Rahmen der Erstausrüstung und Nachrüstung von Passagiermaschinen im Entertainment-Bereich verwendet wird. Neue Flugzeuge haben in der Regel Laufzeiten von bis zu 20 Jahren. Ihre eingebauten Entertainment-Elemente werden somit über einen langen Zeitraum genutzt.

Einmal installierte und eingespielte Techniken und Prozesse werden in der Regel nicht oft verändert. Strukturelle Änderungen sind für den Kunden mit besonderen Kosten verbunden. Für Airlines ist es wichtig, einen beständigen Partner zu haben, der sie wettbewerbsfähig mit Inhalten ausstattet.

Das Ausstatten von Flugzeugen mit Unterhaltungsinhalten ist technologisch und logistisch anspruchsvoll und bildet eine Markteintrittsbarriere für viele Wettbewerber. Einige Konkurrenten können dies jedoch ebenfalls darstellen. Von diesen bestehenden Konkurrenten setzt sich Advanced Inflight Alliance neben seiner **etablierten Kundenbeziehungen und der hohen Qualität der Leistung** vor allem aufgrund folgender Faktoren ab:

## Einzigiger One-Stop-Shop

Als einziger Anbieter im Markt kann Advanced Inflight Alliance einen „One-Stop-Full-Service“ Service anbieten. Dieser setzt sich aus drei Komponenten zusammen:

- **Filme:** Advanced Inflight Alliance bietet seinen Kunden einen umfassenden Pool an Filmen in den verschiedenen Formaten. Dies ist zwar technisch anspruchsvoll, wird jedoch von fast allen Wettbewerbern geboten. Gleiches gilt für Audioprogramme, die insgesamt von untergeordneter Bedeutung sind.
- **Spiele:** Advanced Inflight Alliance bietet seinen Kunden neben Filmen auch Spiele. Die Advanced Inflight Alliance verfügt als einziger Content Service Provider über eine eigene Softwarefirma (DTI), die Games für IFE-Systeme programmiert und anbietet. Fast alle Airlines, die Games anbieten, beziehen diese über DTI. Nur etwa 10% des Marktes entfallen auf die übrigen kleinen Games-Anbieter.
- **Applikationen:** Im Bereich der Applikationen ist Advanced Inflight Alliance Innovations- und Marktführer. Das Unternehmen bietet schon heute Anwendungen wie die interaktive elektronische Speisekarte, welche gegenüber der herkömmlichen Variante Druckkosten spart und die Laufwege der Crew verringert. Darüber hinaus wird auch ein „e-reader“ angeboten, welches das Lesen von Magazinen elektronisch ermöglicht. Diese Applikationen führen zu Gewichtseinsparungen und/oder effizienteren Prozessen. Komplexere Applikationen wie „Board-Shops“ befinden sich in der Entwicklung. Applikationen werden zukünftig wichtiger Bestandteil des IFE werden, den kleinere Anbieter aufgrund vergleichsweise hoher Entwicklungskosten nicht liefern und auf entsprechend viele Anwender umlegen können.
- Zudem bietet die **Kombination** und Belieferung aller drei Komponenten aus einer Hand den Vorteil, dass der Kunden nur eine Schnittstelle für jeden Content benötigt und dass der Hardwarehersteller nur von einer Seite beliefert wird. Dies bildet einen weiteren Wettbewerbsvorteil dieser breiten Abdeckung. Für alle auf ihr Kerngeschäft konzentrierten Fluggesellschaften wird IFE durch einen Outsourcing-Partner dargestellt. Dieser Trend verstärkt sich. Hierbei kommen vor allem

diejenigen Anbieter in Betracht, die eine möglichst breite thematische (Filme, Games, Applikationen, etc.), technische (Formate, Bibliotheken) und geographische (internationale Hubs) Abdeckung anbieten können. In dieser Kombination ist Advanced Inflight Alliance absolut führend.

## Trends früh antizipiert

**Der Markt für Inflight Entertainment Systeme verändert sich nur sehr langsam und ist wenig innovativ.** Bereits seit 40 Jahren gibt es prinzipiell relativ ähnliche on-Board-Unterhaltung. Dennoch zeichnen sich wesentliche Trends ab, auf die Advanced Inflight Alliance früh reagiert bzw. von denen Advanced Inflight Alliance profitiert:

- **Leichtere und billigere Technik („Flatscreens“, Netzwerktechnik, Zentraleinheiten):** Ein wesentlicher Trend im IFE der letzten Jahre ist eine deutliche Gewichts-, Platz- und Preisverringerung bei Monitoren und Technik. Dies führte in den letzten Jahren zu immer mehr IFE-Systemen in Flugzeugen. Mittelfristig wird IFE vermutlich auf immer kürzeren Flugstrecken genutzt. Von dieser allgemeinen Entwicklung im Hardwarebereich profitiert die Advanced Inflight Alliance.
- **Ipad, Smartphones, Laptops etc.:** Die Aufmerksamkeit des IFE Systems steht grundsätzlich in Konkurrenz zu Unterhaltungsmedien, welche der Passagier mit sich führt. So eignet sich beispielsweise ein Ipad problemlos zur sehr individuellen Gestaltung eines Unterhaltungsprogramms. Für einen Fortbestand der IFE-Systeme sprechen jedoch folgende Faktoren:
  1. Nicht jeder Passagier verfügt über entsprechende Technik.
  2. IFE-Systeme bieten Content in der Regel kostenfrei.
  3. IFE-Systeme werden zukünftig für die Airlines immer mehr ein „Interface“ zum Passagier, was über individuelle Unterhaltungsmedien nicht darstellbar ist.
  4. Nur IFE bietet „early-window-content“. Bei Kinofilmen gibt es ein Zeitfenster, in dem Filme bereits aus den US-Kinos sind, aber noch in anderen Ländern zu erwerben. Diesen Content kann man nur in Flugzeugen sehen.
- **On-Bord Connectivity:** Ein weiterer konkurrierender Faktor zum IFE ist die Internetverbindung an Bord („Connectivity“). Derzeit ist dies jedoch in der Breite noch nicht darstellbar und wird mittelfristig auf geringe Bandbreiten beschränkt bleiben. Sollte es langfristig möglich sein an Bord breitbandige Internetverbindungen zu gewährleisten, könnte dies die Nutzung von IFE-Systemen einschränken. Hier stellt sich jedoch die Frage, ob Fluggesellschaften überhaupt ein Interesse an diesen Services haben, denn sie verlieren damit die Aufmerksamkeit des Kunden. Dieser Service könnte auch als „Paid-Service“ in eine Advanced Inflight Alliance-IFE-Anwendung integriert werden.
- **Entertainment im Wandel zum Profit-Center:** Vor dem Hintergrund der Tatsache, dass immer mehr Passagiermaschinen in Zukunft flache Touchscreens im Sitzbereich aufweisen werden, ergeben sich vielfältige Möglichkeiten der Interaktion mit Kunden. Dies werden Airlines mittelfristig als Wertkomponente erachten. Anwendungen wie On-Bord-Shopping oder Paid-Content werden für Fluggesellschaften möglicherweise eine interessante Option das IFE in die Wertschöpfung zu integrieren. Dieser Trend steht der On-Bord Connectivity entgegen. Denn Fluggesellschaften verlieren diese Interaktionsmöglichkeit mit dem Kunden, wenn dieser an Bord eine gratis Internetverbindung nutzen kann. Für profitorientierte Anwendungen kann Advanced Inflight Alliance bereits Konzepte und erste Lösungen vorlegen.
- **Wachstumsmarkt Applikationen:** Der Markt für Anwendungen stellt mit zunehmender Qualität und Anzahl der Flatscreens/Touchscreens an Bord einen wichtigen Wachstumsmarkt dar. Anwendungen wie der e-reader oder die elektronische Speisekarte sind erst der Anfang einer Entwicklung die zu Kosteneinsparungen (z.B. weniger Laufwege der Crew), Gewichtseinsparungen (z. B. weniger Papier) oder einer besseren Wertschöpfung der Airlines (z.B. on-Bord-Shopping) führen kann.

Als Marktführer bietet Advanced Inflight Alliance Konzepte und Lösungen auch für Zukunftsthemen zusammen mit klassischen Inhalten (Filme) und Spiele aus einer Hand an. Für innovative Fluggesellschaften ist Advanced Inflight Alliance damit prädestinierter Partner.

### Unternehmenskäufe untermauern Wettbewerbsposition

Am 17.05.11 gab Advanced Inflight Alliance den Erwerb der Emphasis Video Entertainment Limited, Hong Kong (Emphasis) sowie der Entertainment in Motion, Inc., Los Angeles (EIM) bekannt.

- Mit über fünfzig bedienten Fluggesellschaften ist **Emphasis** weltweit führender Vermarkter von Airline-Rechten in asiatischen Sprachen. Mit einem Angebot von hunderten von asiatischen Filmen und TV-Sendungen ist Emphasis auch als Content Service Provider für Fluggesellschaften für den Programmbereich asiatische Inhalte tätig. Durch ihren Standort in Hongkong und durch ihre langjährig gewachsenen Kontakte zu den wichtigen chinesischen Produzenten ist Emphasis exzellent aufgestellt, um vom boomenden Flugmarkt in China zu profitieren. Die Gesellschaft beschäftigt gegenwärtig 16 Mitarbeiter. Der Umsatz liegt im oberen einstelligen EUR Mio. Bereich.
- Die 1988 gegründete **EIM** ist der führende unabhängige Rechthändler von englischsprachigen Filmen und Fernsehsendungen im Airline-Bereich weltweit. Zum Kundenstamm gehören über 120 Fluggesellschaften. Das Unternehmen beschäftigt gegenwärtig 9 Mitarbeiter und verschiedene freiberufliche Filmagenten. Der Umsatz liegt im niedrigen zweistelligen EUR Mio. Bereich.

Die genannten Transaktionen runden die Wertschöpfungskette ab und machen Advanced Inflight Alliance zum einzigen vollständig integrierten Dienstleister im Inflight Entertainment, welcher die Inhalte direkt bei den Studios beschafft. Die Vorteilhaftigkeit dieser Ausrichtung zeigt sich am Beispiel: Oft investiert EIM vor Produktionsbeginn in Filme und sichert sich im Gegenzug die Airline-Vermarktungsrechte. Hierbei geht es nicht nur um Blockbuster, sondern auch um ergänzende Independent-Produktionen (z.B. einer von fünf Filmen des IFE-Programms). Durch die Zugehörigkeit von EIM zur Advanced Inflight Alliance kann EIM bereits im Rahmen der Entscheidung hinsichtlich des Erwerbs eines Vermarktungsrechtes für einen Film auf die in der Advanced Inflight Alliance vorhandene Einschätzung der Vermarktungschancen für diesen Film zurückgreifen. Damit dürfte sich das „Vermarktungsrisiko“ im Vergleich zu konkurrierenden Einkäufern deutlich reduzieren. EIM wird auch für die Produzenten im Vergleich zu anderen Konkurrenten deutlich attraktiver, da die Absatzpotenziale bereits im Vorfeld kommuniziert werden können. Dies ist ein systematischer Vorteil im Rahmen des Erwerbs von Airline Vermarktungsrechten, den die EIM auf stand-alone-Basis vor dem Kauf durch Advanced Inflight Alliance nicht hatte.

### Solide aufgestellt

Ein weiterer wesentlicher Punkt, welcher die solide Positionierung der Advanced Inflight Alliance AG ausmacht, ist die geringe Größe vieler Wettbewerber. Das Unternehmen hat in den vergangenen Jahren durch geschickte Einkaufspolitik verschiedenste Tochtergesellschaften in den Konzern integrieren können und damit eine weltweite Marktführerschaft erlangt. Der Größenunterschied zu den Wettbewerbern zahlt sich für das Unternehmen nun aus und bietet auch aufgrund der weitreichend internationalisierten Logistik Marktvorteile. Kleinere Marktteilnehmer können ihre Kunden nur regional eingeschränkt bedienen. Advanced Inflight Alliance verfügt über Hubs in allen wichtigen Regionen (Los Angeles, Montreal, London, Singapur, Hongkong, Dubai). Von dort aus sind alle weltweit wichtigen Kunden schnell zu erreichen. So werden vertriebsseitig alle bedeutenden Fluggesellschaften adressiert. Ebenfalls positiv wirkt sich die Börsennotierung aus. Die solide Bilanz und das stetige Wachstum der Advanced Inflight Alliance in Verbindung mit den hohen Publizitätspflichten des Kapitalmarktes zeigt potenziellen Kunden die Solidität der Advanced Inflight Alliance als Geschäftspartner. Im IFE-Markt ist die Advanced Inflight Alliance insgesamt hervorragend aufgestellt.

- 
- **Q1/11 war – teilweise durch außerordentliche Effekte bedingt – sehr gut**
  - **Erfolgte Akquisitionen und gute organische Entwicklung bedeuten weiteres Wachstum**
  - **Effizienzsteigerungen, Vertiefung der Wertschöpfung und Wegfall von Sonderbelastungen erhöhen die Rentabilität**
- 

## Historie und jüngste Performance

Die Advanced Inflight Alliance musste in den letzten Jahren einem schwierigen Marktumfeld trotzen. Besonders erwähnenswert sind hier der Vulkanausbruch auf Island und die Finanzkrise. Da Advanced Inflight Alliance nur dann profitabel arbeitet, wenn die Flugzeuge der Kunden in der Luft sind, konnte die Gesellschaft ihr Potenzial in den vergangenen Jahren nicht optimal ausnutzen, denn viele der von Advanced Inflight Alliance vermarkteten Inhalte werden je nach Nutzung („views“) abgerechnet. Generell sind Airlines in Krisenzeiten weniger investitionsbereit und verhandeln merklich härter, als es in konjunkturell guten Zeiten der Fall ist. Auch ist die Bereitschaft der Airlines dann größer, den Passagieren „kostenfreie“ hochwertige Bordunterhaltung zur Verfügung zu stellen.

Hinzu kommen interne Probleme/Managementwechsel, sowie eine nach diversen Akquisitionen suboptimale Konzernstruktur. Durch eine Neubesetzung des Managements Anfang 2010, sowie die Vorbereitung struktureller Maßnahmen (s.u.) ist nun die Basis für weitere Ertragsverbesserungen gelegt. Trotz schwachem Marktumfeld und struktureller Veränderungen gelang es dem Unternehmen in 2010 den Umsatz um 3% auf EUR 111 Mio. zu steigern. Im gleichen Zeitraum stieg der Periodenüberschuss um knapp 17% auf EUR 5,5 Mio.

Im ersten Quartal 2011 zeigte Advanced Inflight Alliance deutliches Wachstum: Die Konzernumsatzerlöse steigen um rund 10% auf EUR 28,9 Mio., das EBT hat sich auf EUR 3,4 Mio. mehr als vervierfacht und das Ergebnis pro Aktie legte von EUR 0,03 auf EUR 0,17 zu. Neben besseren Marktbedingungen (Erholung der Luftfahrtindustrie, gutem Filmangebot seitens der Verleger und dem Wegfall einer Sonderbelastung im Rahmen des Vorstandswechsels (EUR 0,5 Mio.) im Vorquartal zeigen sich hierin auch erste Restrukturierungserfolge. Zudem machte sich eine strukturelle Änderung der Branche erstmals deutlich bemerkbar: Die Airlines wechseln ihr Unterhaltungsprogramm alle 2 Monate aus. Dies führt zu zwei Auswechslungen im ersten und dritten Quartal, sowie je einer im zweiten und vierten. Über das Jahr betrachtet fallen somit nun das zweite und vierte Quartal besonders stark aus. Betrachtet auf das Gesamtjahr gleichen sich diese Effekte jedoch aus.

## Umsatzentwicklung

Den größten Teil des Umsatzes generiert Advanced Inflight Alliance durch den Verkauf von Inhalten und deren Abrechnung pro Flugbewegung. Hierbei verkauft Advanced Inflight Alliance Content, den das Unternehmen entweder im Rahmen der pauschalen Verwendung („Flat“) oder je nach Flugbewegung bezahlt. Hierbei ist das Geschäftsmodell in Teilen vergleichbar mit dem eines Filmverleihers, dessen „Kinos“ die Flugzeuge sind.

Nach dem starken Q1/2011 wird für das Gesamtjahr 2011 ein leichter Anstieg des Umsatzes erwartet. Wesentliche Treiber des Wachstums sind:

- **Normales Basisgeschäft:** Das Wachstum 2011 vs. 2010 ist vor allem durch eine Rückkehr zu einem normalen Basisgeschäft geprägt. 2010 war durch die Finanzkrise beeinflusst. In 2011 sind bei insgesamt robuster Konjunkturlage bislang keine vergleichbaren Sondereffekte sichtbar.

- **Erste Umsätze mit Applikationen:** Für 2011/12ff sind erste Umsätze mit Applikationen realistisch. Hierzu zählen insbesondere die elektronische Speisekarte oder der e-reader für Zeitungen im Monitor. Mittelfristig sind auch Anwendungen im Shopping-Umfeld, Pay-per-View und Connectivity-Dienstleistungen denkbar.
- **IFE-Systeme in Mittelstreckenflugzeugen:** Die immer leichteren und günstigeren IFE-Systeme führen zunehmend zur Ausstattung von Flugzeugen, in denen vorher keine Hardwaresysteme für Bordunterhaltung vorhanden waren. Speziell die Ausstattung von Mittelstreckenflugzeugen sollte die Zielgruppe der Advanced Inflight Alliance erweitern.
- **Auslieferungen von A380 und Dreamliner:** Da der A380 erst in 2010 und 2011 in größerer Menge ausgeliefert wurde und die ersten Auslieferungen des Dreamliners (Boeing 787) nach mehreren Verschiebungen erst für Ende 2011 angesetzt sind, zeigte sich das Wachstum aus diesen neuen Kapazitäten in 2010 noch nicht. Da diese Flugzeuge jedoch mit umfangreicher neuer IFE-Technik ausgestattet sind, bilden Auslieferungen in großer Zahl die Grundlage für weiteres Wachstum.
- **Anorganisches Wachstum:** Am 17.05.11 hatte die Advanced Inflight Alliance zwei Akquisitionen vermeldet (EIM und Emphasis). Zusammen werden diese Gesellschaften in 2011 (konsolidiert ab 01.06.11) nach Schätzungen der Warburg Research einen Umsatz (nach Konsolidierung) von etwa EUR 10 Mio. respektive ein EBITDA von rund EUR 2 Mio. zum Konzern beisteuern. In 2012 sollte sich dieser Beitrag, basierend auf einer Vollkonsolidierung, etwa verdoppeln (Schätzung WR).

Für 2012ff wird mit einer Fortsetzung des moderaten organischen Wachstums gerechnet. **Insgesamt wird jedoch lediglich mit einem organischen Top-Line-Wachstum ab 2010 von nur etwa 3% gerechnet. Der Rest ist auf die genannten Akquisitionen zurückzuführen.** Diese Annahme soll zum einen der Tatsache Rechnung tragen, dass der IFE-Markt weitgehend verteilt ist. Zudem kann es im Bereich der klassischen Inhalte (Filme) und technischen Dienstleistungen zu Preisdruck oder Kundenverlusten kommen (vgl. Lufthansa).

## Entwicklung der Kostenpositionen und Ergebnisprognose

Die wesentlichen Aufwendungen der Advanced Inflight Alliance sind der Materialaufwand für Inhalte und Leistungen (stabil bei etwa 60% vom Umsatz), der Personalaufwand (18%-20%) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (9%). Für alle drei Aufwandspositionen wird in den kommenden Jahren eine leichte Skalierung unterstellt. Wesentliche Treiber der relativen Kostenreduktion (Skalierung) generiert die Gesellschaft durch das Programm „Inflight Entertainment Excellence 2015“ – ein Maßnahmenpaket des neuen Managements zur Effizienzsteigerung:

- **Ergebnistreiber Konsolidierung der Konzernaktivitäten:** Der Advanced Inflight Alliance Konzern hat etwa 20 Tochtergesellschaften, die teilweise redundante Aktivitäten aufweisen und unter verschiedenen Marken ähnliche Produkte anbieten. Es ist geplant, die Verwaltungsstrukturen zu vereinfachen, das Branding zu vereinheitlichen und eine zentrale Managementposition für Einkauf, Sales, Kundenbetreuung und IT-Projekte einzuführen. In diesem Zusammenhang sollen alle wesentlichen Prozesse auf ihre Wirtschaftlichkeit überprüft werden. Darüber hinaus soll die gruppenweite IT-Infrastruktur (insbesondere Reporting) optimiert werden. Ziel ist eine Reduzierung der Personalkosten und des sonstigen betrieblichen Aufwandes der bestehenden Geschäftsbereiche.
- **Ergebnistreiber Incentivierung:** Viele der bestehenden Konzerntöchter agierten bislang voneinander unabhängig. Eine zentrale Effizienz- und Kostenoptimierung wurde noch nicht forciert. Schulungen und Incentive-Programme für Mitarbeiter sollen dies ändern. Insbesondere wird hierbei vermittelt, welche Inhalte besonders rentabel vermarktet werden können. Typischerweise vermarktet ein Mitarbeiter ein Portfolio von Inhalten an den Kunden. Dabei hat der Vertriebsmitarbeiter in der Regel wenig Kenntnis darüber, welche Inhalte margenschwächer oder margenstärker sind. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn bestimmte Inhalte pauschal unabhängig von der Verwertungsintensität („Flat“) erworben wurden.

Das Ertragspotenzial von solchen effizienzorientierten Schulungen/Incentivierungen ist offensichtlich. Auch wurde das Cross-Selling/Bundling von Inhalten der Bereiche (Filme, Audio, Spiele, Applikationen) bislang kaum betrieben.

- **Ergebnstreiber Wertschöpfungsverbreiterung:** Mit den im Mai vermeldeten Akquisitionen der Emphasis und der EIM im Bereich des Rechthehandels gelingt es Advanced Inflight Alliance die Wertschöpfung weiter zu vertiefen. Hieraus ergibt sich auch Margenpotenzial durch frühe Investition in Rechte und die effiziente Vergabe von Minimumgarantien. Es ist davon auszugehen, dass die tiefere und effizientere Wertschöpfung in den Jahren ab 2012 zu höheren Margen führt.
- **Sonderfaktor Abfindungszahlungen:** Eine weitere Ergebnisverbesserung ergibt sich aus dem Wegfall der Abfindungszahlungen von EUR 0,5 Mio. und Einmalkosten von EUR 0,3 Mio. in 2010 im Zusammenhang mit der Trennung vom ehemaligen Vorstand Otto Dauer.
- **Sonderfaktor Abschreibungen:** Die Abschreibungen der Advanced Inflight Alliance (4% des Umsatzes) bestehen zu etwa EUR 2 Mio. aus Abschreibungen früherer Akquisitionen (PPA), diese werden sich in den kommenden Jahren sukzessive reduzieren, da in dieser Analyse keine weiteren Akquisitionen antizipiert werden (können). De facto wird es in der Unternehmensentwicklung jedoch voraussichtlich zu weiteren Akquisitionen kommen. Die jüngsten Akquisitionen führen in den kommenden Jahren zu etwas höheren Abschreibungen aus PPA.

Zusammengenommen führen diese Faktoren zu folgender erwarteter Gewinn- und Verlustrechnung. Die geplante Kapitalerhöhung (2,07 Mi. Aktien a 2,50) und Fremdfinanzierung der Akquisitionen ist bereits berücksichtigt:

#### Gewinn- und Verlustrechnung Advance Inflight Alliance

in Mio. EUR

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>85,1</b>	<b>107,4</b>	<b>108,1</b>	<b>111,1</b>	<b>120,0</b>	<b>134,0</b>	<b>138,0</b>
Materialaufwand	60,6	70,8	67,7	67,0	70,4	78,1	80,2
<b>Rohrertrag</b>	<b>24,5</b>	<b>36,6</b>	<b>40,3</b>	<b>44,1</b>	<b>49,6</b>	<b>55,9</b>	<b>57,8</b>
Personalaufwendungen	12,4	16,3	19,0	21,9	23,6	26,4	26,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	2,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
<b>Sonstige betriebliche Aufwendungen</b>	<b>7,7</b>	<b>9,8</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>	<b>10,8</b>	<b>12,1</b>	<b>12,4</b>
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>5,3</b>	<b>12,8</b>	<b>11,7</b>	<b>12,6</b>	<b>15,5</b>	<b>17,8</b>	<b>18,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	1,3	1,4
<b>EBITA</b>	<b>4,7</b>	<b>12,0</b>	<b>10,8</b>	<b>11,6</b>	<b>14,3</b>	<b>16,5</b>	<b>17,5</b>
Abschreibungen auf iAV	1,3	3,2	4,0	3,2	5,5	7,0	7,0
<b>EBIT</b>	<b>3,5</b>	<b>8,9</b>	<b>6,8</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>10,5</b>
Zinserträge	0,9	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,6	1,0	1,1	1,0	1,1	1,3	1,3
Finanzergebnis	0,4	-0,7	-1,0	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2
<b>Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,8</b>	<b>8,2</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>3,8</b>	<b>8,2</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>
Steuern gesamt	0,5	2,1	1,2	2,1	2,2	2,3	2,6
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>

Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

## Bilanzielle Situation

Die Bilanz der Advanced Inflight Alliance zeigt, für einen Filmrechtehändler typisch, insgesamt kaum harte Assets. Die **Aktiva** bestehen neben Forderungen (EUR 19 Mio./21%) und liquiden Mitteln (EUR 14 Mio./16%) zur Hälfte aus Goodwill (EUR 26 Mio./29%) und Filmrechten (EUR 19 Mio./21%).

Mit einer Eigenkapitalquote von 47% (EUR 41 Mio.) und nur geringen Verbindlichkeiten (EUR 14,5 Mio./16%) sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (EUR 25 Mio./28 %) die wichtigste Position der **Passiva**.

**Bilanz Advance Inflight Alliance**

in Mio. EUR

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	17,8	39,1	41,2	44,8	57,1	54,1	51,1
davon übrige imm. VG	7,2	17,6	17,5	18,9	17,4	14,4	11,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	10,6	21,4	23,7	25,8	39,7	39,7	39,7
Sachanlagen	2,2	2,4	2,4	2,2	3,1	2,4	1,6
Finanzanlagen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>20,2</b>	<b>41,5</b>	<b>43,7</b>	<b>47,0</b>	<b>60,2</b>	<b>56,5</b>	<b>52,7</b>
Vorräte	0,2	0,4	0,7	1,1	1,2	1,3	1,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,2	17,9	17,0	18,8	21,4	24,6	26,1
Sonstige Vermögensgegenstände	8,1	6,7	6,7	7,3	7,3	7,3	7,3
Liquide Mittel	19,0	17,5	16,5	14,0	15,7	20,0	24,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>39,4</b>	<b>42,4</b>	<b>40,8</b>	<b>41,1</b>	<b>45,5</b>	<b>53,1</b>	<b>58,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>59,6</b>	<b>83,9</b>	<b>84,5</b>	<b>88,1</b>	<b>105,8</b>	<b>109,6</b>	<b>111,6</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	14,8	14,5	14,5	14,5	16,6	16,6	16,6
Kapitalrücklage	8,3	8,7	8,8	8,9	12,0	12,0	12,0
Gewinnrücklagen	5,4	10,9	14,5	18,5	22,4	26,2	30,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,5	-8,1	-4,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
<b>Eigenkapital der Aktionäre</b>	<b>27,1</b>	<b>26,1</b>	<b>33,3</b>	<b>41,4</b>	<b>50,4</b>	<b>54,1</b>	<b>58,2</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>27,1</b>	<b>26,1</b>	<b>33,3</b>	<b>41,4</b>	<b>50,4</b>	<b>54,1</b>	<b>58,2</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>6,6</b>	<b>14,4</b>	<b>9,3</b>	<b>6,6</b>	<b>14,1</b>	<b>11,1</b>	<b>8,1</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	19,1	26,3	24,3	25,1	26,3	29,4	30,3
Sonstige Verbindlichkeiten	6,7	17,1	17,3	14,8	14,8	14,8	14,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>32,5</b>	<b>57,9</b>	<b>51,2</b>	<b>46,7</b>	<b>55,4</b>	<b>55,5</b>	<b>53,4</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>59,6</b>	<b>83,9</b>	<b>84,5</b>	<b>88,1</b>	<b>105,8</b>	<b>109,6</b>	<b>111,6</b>

Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- **Sämtliche Bewertungsverfahren zeigen deutliche Unterbewertung**
- **Peer-Group wenig aussagekräftig**
- **DCF-Modell als zentraler Bewertungsansatz indiziert einen Fair Value von EUR 6,00.**

## Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern – Finanzergebnis) auf den EV ihre Opportunitätskosten von 10% übersteigt.

### Free Cash Flow Yield - Advance Inflight Alliance

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	3,4	6,0	4,7	5,5	5,6	6,0	6,7
+ Abschreibung + Amortisation	1,8	4,0	4,9	4,2	6,7	8,3	8,4
- Zinsergebnis (netto)	0,4	-0,7	-1,0	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2
+ Steuern	0,5	2,1	1,2	2,1	2,2	2,3	2,6
- Erhaltungsinvestitionen	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>2,7</b>	<b>10,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,7</b>	<b>12,5</b>	<b>14,7</b>	<b>15,7</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	4,2%	15,8%	13,9%	15,2%	17,8%	23,5%	28,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>64,1</b>	<b>64,1</b>	<b>64,1</b>	<b>64,1</b>	<b>69,9</b>	<b>62,6</b>	<b>55,5</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>27,2</b>	<b>101,1</b>	<b>89,4</b>	<b>97,2</b>	<b>124,8</b>	<b>147,2</b>	<b>157,1</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-1,6	-8,9	-16,0
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>20,6</b>	<b>94,5</b>	<b>82,7</b>	<b>90,5</b>	<b>112,4</b>	<b>142,1</b>	<b>159,1</b>
Aktienanzahl (Mio.)	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,24</b>	<b>5,70</b>	<b>4,99</b>	<b>5,46</b>	<b>6,78</b>	<b>8,57</b>	<b>9,60</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-64,2%	64,3%	43,9%	57,5%	95,4%	147,1%	176,7%

### Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	0,86	4,29	3,75	4,11	5,04	6,52	7,41
	12,0%	0,97	4,69	4,09	4,49	5,53	7,09	8,02
Fairer	11,0%	1,09	5,15	4,50	4,93	6,10	7,77	8,74
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>1,24</b>	<b>5,70</b>	<b>4,99</b>	<b>5,46</b>	<b>6,78</b>	<b>8,57</b>	<b>9,60</b>
Yield	9,0%	1,42	6,38	5,59	6,12	7,62	9,56	10,66
	8,0%	1,65	7,23	6,34	6,93	8,66	10,80	11,97
	7,0%	1,95	8,32	7,30	7,98	10,01	12,38	13,66

Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Auf Basis der FCF-Yield ergeben sich Fair Values zwischen EUR 7 und 10 für die Aktie der Advanced Inflight Alliance. Erwähnenswert ist die Abzugsposition „Sonstige“: Hier werden EUR 14 Mio. von den liquiden Mitteln zum Abzug gebracht, da diese laufende Vorauszahlungen der Airlines sind, die nicht der Advanced Inflight Alliance zustehen.

## DCF-Modell

Als zentrales Bewertungsmodell wird eine DCF-Methode herangezogen. In den Geschäftsjahren 2010 bis 2013e wird für Advanced Inflight Alliance gemäß der Umsatzprognose mit einer CAGR von ca. 9% (wesentlich bedingt durch die genannten Akquisitionen) gerechnet. Anschließend wird das Wachstum der langfristigen Wachstumsrate von 2% sukzessiv angenähert.

Als Beta wurde ein Wert von 1,35 angesetzt. Die risikofreie Rendite auf Basis langfristiger Bundesanleihen wurde mit 4,25% angenommen. Die Markttrendite von 9% bedeutet eine Risikoprämie von 4,75%. Auf dieser Basis ergibt sich unter der Annahme einer langfristigen kompletten Eigenfinanzierung ein WACC von 10,35%.

Erwähnenswert ist, wie im FCF-Modell, auch hier die Abzugsposition „Sonstige“: Hier werden EUR 14 Mio. zum Abzug gebracht, um laufende Vorauszahlungen der Airlines zu berücksichtigen, die nicht der Advanced Inflight Alliance zustehen. Wertsteigernd wirken sich die Abschreibungen aus, die auch langfristig systematisch oberhalb der Investitionen liegen (bis 2024), da hier die PPA-Abschreibungen bereits erfolgter Akquisitionen berücksichtigt sind.

**Ergebnis: Das DCF-Modell führt zu einem Wert von EUR 6,00.**

### DCF Modell - Advance Inflight Alliance

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	120,0	134,0	138,0	142,2	146,4	150,8	155,3	160,0	164,8	169,7	174,8	180,1	185,5	189,2
Veränderung	8,0%	11,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBIT	8,8	9,5	10,5	11,4	11,7	12,1	12,4	12,8	13,2	13,6	14,0	14,4	14,8	15,1
EBIT-Marge	7,3%	7,1%	7,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Steuerquote	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
NOPAT	6,3	6,9	7,6	8,2	8,4	8,7	8,9	9,2	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7	10,9
Abschreibungen	6,7	8,3	8,4	7,1	7,3	7,5	7,8	8,0	8,2	8,5	8,7	9,0	9,3	7,6
in % vom Umsatz	5,6%	6,2%	6,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,6	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1
- Investitionen	-4,6	-4,6	-4,6	-5,7	-5,9	-6,0	-6,2	-6,4	-6,6	-6,8	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6
Investitionsquote	3,8%	3,4%	3,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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)	6,9	10,4	10,7	9,0	9,2	9,5	9,7	10,0	10,3	10,6	10,9	11,2	11,5	9,8

### Modellparameter

Fremdkapitalquote	5,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	10,35%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,00%

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	74,2	Sondereffekte	14,0
Terminal Value	31,4		
Verbindlichkeiten	-6,6		
Liquide Mittel	14,0	Aktienzahl (Mio.)	16,57
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>99,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,97</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

#### Ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,50%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,50%	2,75%
11,35%	5,25	5,28	5,32	5,36	5,40	5,44	5,49
10,85%	5,52	5,56	5,60	5,65	5,70	5,75	5,80
10,60%	5,66	5,71	5,76	5,81	5,86	5,92	5,98
<b>10,35%</b>	5,82	5,87	5,92	<b>5,97</b>	6,03	6,09	6,16
10,10%	5,98	6,03	6,09	6,15	6,21	6,28	6,36
9,85%	6,15	6,21	6,27	6,34	6,41	6,48	6,56
9,35%	6,53	6,60	6,67	6,75	6,84	6,93	7,03

#### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,35%	4,33	4,67	5,02	5,36	5,70	6,04	6,38
10,85%	4,57	4,93	5,29	5,65	6,01	6,37	6,73
10,60%	4,70	5,07	5,44	5,81	6,18	6,55	6,92
<b>10,35%</b>	4,83	5,21	5,59	<b>5,97</b>	6,35	6,74	7,12
10,10%	4,97	5,36	5,76	6,15	6,54	6,94	7,33
9,85%	5,12	5,53	5,93	6,34	6,74	7,15	7,55
9,35%	5,45	5,89	6,32	6,75	7,18	7,62	8,05

Quelle: Warburg Research

## Peer Group-Bewertung

Die Bewertung der Advanced Inflight Alliance auf Basis eines Peer Group-Vergleichs ist wenig aussagekräftig, da kein Unternehmen aus dem Bereich IFE börsennotiert ist. Alternativ wird auf eine Vergleichsgruppe deutscher Medien-Aktien zurückgegriffen. In den Vergleich fließen folgende Basisdaten ein:

## Basisdaten der Peer-Group-Analyse

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					10e	11e	12e	10e	11e	12e	10e	11e	12e	10e	11e	12e
Constantin Medien	EUR	2,06	175,4	307,5	-0,07	0,16	0,15	471,4	489,3	503,2	109,9	116,6	121,9	22,5	26,5	36,7
Mme Moviemert	EUR	9,25	103,4	97,5	0,56	0,61	n.a.	115,0	121,0	n.a.	11,0	11,7	n.a.	10,3	11,0	n.a.
Klassik Radio	EUR	6,70	32,3	34,9	0,13	0,25	0,45	15,7	17,7	20,3	1,3	1,8	2,6	0,8	1,3	2,2
Studio Babelsb	EUR	1,56	25,7	26,4	0,14	0,16	0,19	104,0	92,0	94,0	4,1	4,3	4,8	2,5	2,9	3,4
Senator Entertainment	EUR	0,57	11,5	18,9	-0,06	0,13	0,03	36,9	38,9	40,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Splendid Medien	EUR	0,98	9,6	9,3	0,12	0,04	0,25	38,6	39,6	41,2	11,6	n.a.	n.a.	4,5	n.a.	n.a.
Your Family Entertainment	EUR	1,10	9,6	10,3	0,20	0,20	0,23	5,5	6,2	6,8	3,2	3,5	3,8	2,8	1,5	1,7
Odeon Film	EUR	0,91	7,2	10,2	-1,37	-1,00	-0,99	51,6	53,6	54,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Advance Inflight Alliance</b>	<b>EUR</b>	<b>3,47</b>	<b>57,5</b>	<b>69,9</b>	<b>0,38</b>	<b>0,36</b>	<b>0,36</b>	<b>111,1</b>	<b>120,0</b>	<b>134,0</b>	<b>12,6</b>	<b>15,5</b>	<b>17,8</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>

Quelle: Warburg Research, Thomson Reuters

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

## Peer-Group Advance Inflight Alliance

Unternehmen	LW	Kurs in LW	MK in Mio. LW	EV in Mio. LW	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					10e	11e	12e	10e	11e	12e	10e	11e	12e	10e	11e	12e
Constantin Medien	EUR	2,06	175,4	307,5	neg.	12,87	13,73	0,65	0,63	0,61	2,80	2,64	2,52	13,65	11,62	8,38
Mme Moviemert	EUR	9,25	103,4	97,5	16,52	15,16	n.a.	0,85	0,81	n.a.	8,91	8,37	n.a.	9,47	8,87	n.a.
Klassik Radio	EUR	6,70	32,3	34,9	51,54	26,80	14,89	2,22	1,98	1,72	27,45	19,59	13,31	43,58	26,61	16,07
Studio Babelsb	EUR	1,56	25,7	26,4	11,14	9,75	8,21	0,25	0,29	0,28	6,43	6,14	5,50	10,55	9,10	7,76
Senator Entertainment	EUR	0,57	11,5	18,9	neg.	4,42	19,17	0,51	0,49	0,46	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Splendid Medien	EUR	0,98	9,6	9,3	8,13	24,40	3,90	0,24	0,23	0,22	0,80	n.a.	n.a.	2,08	n.a.	n.a.
Your Family Entertainment	EUR	1,10	9,6	10,3	5,50	5,50	4,78	1,88	1,66	1,51	3,26	2,96	2,69	3,67	7,07	6,00
Odeon Film	EUR	0,91	7,2	10,2	neg.	neg.	neg.	0,20	0,19	0,19	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mittelwert					18,57	14,13	10,78	0,85	0,78	0,71	8,28	7,94	6,00	13,83	12,65	9,55
Median					11,14	12,87	10,97	0,58	0,56	0,46	4,85	6,14	4,10	10,01	9,10	8,07
<b>Advance Inflight Alliance</b>	<b>EUR</b>	<b>3,47</b>	<b>57,5</b>	<b>69,9</b>	<b>9,13</b>	<b>9,64</b>	<b>9,64</b>	<b>0,63</b>	<b>0,58</b>	<b>0,52</b>	<b>5,54</b>	<b>4,52</b>	<b>3,92</b>	<b>8,33</b>	<b>7,98</b>	<b>7,35</b>
Potenzial zum Mittelwert in %					103%	47%	12%	35%	34%	37%	49%	76%	53%	66%	59%	30%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert					7,06	5,09	3,88	4,95	4,93	5,02	5,55	6,67	5,71	6,26	5,94	4,73

Quellen: Warburg Research, Thomson Reuters

Im gewählten Vergleich erscheint die Aktie der Advanced Inflight Alliance deutlich unterbewertet. Thematisch ist dieser Bewertungsvergleich jedoch nicht aussagekräftig und liefert lediglich einen relativen Überblick über die Bewertungssituation deutscher Medienunternehmen.

- Nach exzellenten Q1-Zahlen wird gutes Jahresergebnis 2011 erwartet
- Wesentliche belastende Faktoren sind überstanden
- Kapitalmarktarbeit wird intensiviert

## Qualitativer Newsflow: Zahlen verbessern sich sukzessive

Am 17.05.11 legte die Advanced Inflight Alliance die kompletten Geschäftszahlen für das erste Quartal 2011 vor. Diese zeigten ein deutliches Wachstum bei Umsatz und Ertrag. Aufgrund der Buchungszyklen sollte das Q2 etwas schwächer ausfallen, jedoch gegenüber dem Vorjahres-Vergleichsquartal ebenfalls ein deutliches Wachstum zeigen:

Advance Inflight Alliance - Q2 2011						
Angaben in Mio. EUR	Q2/11	Q2/10	yoy	6M/11	6M/10	yoy
<b>Umsatz</b>	26,1	27,9	-6,2%	55,0	54,2	1,5%
<b>EBITDA</b>	3,0	2,7	11,0%	7,4	4,7	59,4%
<i>Marge</i>	11,3%	9,5%		13,5%	8,6%	
<b>EBIT</b>	1,8	0,0	-	5,3	2,9	83,7%
<i>Marge</i>	6,9%	0,0%		9,7%	5,4%	
<b>EPS in EUR</b>	0,05	0,00	-	0,22	0,16	37,5%

Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

## Belastende Faktoren überstanden

Die letzten Monate und Jahre waren bei der Advanced Inflight Alliance jedoch auch von unternehmens- und branchenspezifischen belastenden Faktoren geprägt, die nun überstanden sind. Der Newsflow sollte nun sukzessive besser werden:

- **Vorstandswechsel:** Der ehemalige Vorstand Otto Dauer war am 3. März 2010 vom Aufsichtsrat aus wichtigem Grund abberufen und sein noch bis Mai 2014 laufender Vorstands-Anstellungsvertrag außerordentlich gekündigt worden. Zudem hat die Gesellschaft die Auszahlung vertraglicher Tantiemenansprüche für das Jahr 2009 und 2010 zurückbehalten. Die Parteien haben sich Anfang 2011 vor Gericht darauf geeinigt, dass das Anstellungsverhältnis zum 31. März 2010 aufgehoben wird und Otto Dauer einen Betrag von TEUR 700 erhält, wovon TEUR 450 auf ausstehende Bonuszahlungen für 2009 und 2010 entfallen und TEUR 250 als Abfindung angesetzt wurden. Damit sind sämtliche Ansprüche von Otto Dauer aus dem Anstellungsverhältnis abgegolten. Unter Berücksichtigung der bereits gebildeten Rückstellungen für die zurückbehaltenen Tantieme 2009 sowie 2010 ergibt sich durch die Beendigungsvereinbarung für die Gesellschaft eine außerordentliche Belastung von ca. TEUR 250, die sich auf das Ergebnis im Geschäftsjahr 2010 auswirkte. Diese gesamte Thematik hatte den Newsflow in 2010 belastet und Unsicherheiten impliziert.
- **Kundenverlust Lufthansa:** Nach vielen Jahren der Partnerschaft in einem Teilbereich (Video Programming) wird die Lufthansa Mitte des Jahres zu einem Wettbewerber wechseln. Lufthansa hatte sich bereits vor einigen Jahren entschieden, sämtliche Hollywood Produktionen unmittelbar auf eigene Rechnung bei den großen Studios direkt zu erwerben, sodass sich die nachgefragten Services von Lufthansa auf die administrative Abwicklung und die Vermittlung von Spartenprogrammen reduzierte. Dies ist ein Indiz hoher Marktmacht großer Nachfrager, die bei vergleichsweise einfachen Dienstleistungen zu Preisdruck führen kann. Diese Erscheinung ist jedoch nicht typisch, da große Fluggesellschaften eher zum Outsourcing der IFE-Aktivitäten und die Konzentration auf das Kerngeschäft „Transport“ neigen. In Zukunft spielt Lufthansa in den wirtschaftlichen Planungen der Gesellschaft keine wesentliche Rolle mehr.

Lufthansa wird aber weiterhin von der Advanced Inflight Alliance mit Games & Applications sowie Audioprogrammen versorgt. Der also insgesamt zahlenmäßig wenig bedeutende „Kundenverlust Lufthansa“ hat den Newsflow der Advanced Inflight Alliance ebenfalls belastet. Dieser Kundenverlust zeigt aber auch, dass der Markt möglicherweise zukünftig für einfache Dienstleistungen geringere Margen bietet. Dem steuert Advanced Inflight Alliance durch die Ausweitung der Produktpalette auf Applikationen entgegen. Auch der Status als „One-Stop-Shop“ und die Akquisitionen sowie die damit verbundene Wandlung zum vollintegrierten Anbieter machen Advanced Inflight Alliance auch weiterhin zum prädestinierten Partner der Airlines. Hierbei ist anzumerken, dass Lufthansa bei der akquirierten EIM ggf. auch Inhalte kauft. Nicht zuletzt wurde der möglichen Verschärfung der Marktbedingungen im Rahmen der Prognosen mit einer nur geringen Wachstumsannahme Rechnung getragen.

- **Auslieferungsprobleme A380 / Dreamliner:** Auch Auslieferungsprobleme des neuen A380 und des Dreamliners von Boeing belasteten Advanced Inflight Alliance. Da es sich bei diesen Flugzeugen um Maschinen handelt, die über sehr aufwendige Bordunterhaltung verfügen, ist es für Advanced Inflight Alliance besonders wichtig, wann diese „in der Luft“ sind. Die Flotten dieser Großraumflugzeuge nehmen nach anfänglichen Problemen nun sukzessive ihren Betrieb auf. Dies ist für Advanced Inflight Alliance von besonderer Bedeutung, denn die wichtigsten Kunden der Advanced Inflight Alliance sind Fluggesellschaften, die neue, große Flugzeuge mit umfangreichen IFE-Lösungen erworben haben.
- **Allgemeine Probleme** wie ein schwankender Ölpreis und Fremdwährungseinflüsse werden Advanced Inflight Alliance auch weiterhin belasten. Da das Unternehmen jedoch die Erweiterung der Wertschöpfungskette im Bereich der Inhalte vollzogen hat, könnte sich auch dieser Effekt zukünftig mildern. Da die Inhalte mit US-Produzenten erstellt werden, ist ein größerer Teil der Wertschöpfung/Kosten komplett im US-Dollar Raum. Damit ist der Konzern insgesamt weniger währungssensitiv.
- **Trigger Kapitalmarktkommunikation:** Als wesentlicher Teil der Strategie für 2011 ist eine Neuausrichtung der Kapitalmarktkommunikation unter den Schlagworten „Transparenz und Verlässlichkeit“ geplant. Es ist damit zu rechnen, dass Mitglieder des Vorstandes in den nächsten Jahren deutlich mehr Roadshows und Präsentationen durchführen. Auch dies könnte sich positiv auf die Aktie auswirken.

## Unternehmenshintergrund

Die Advanced Inflight Alliance AG, ehemals Advanced Medien AG, wurde 1998 gegründet und ist seit 1999 börsennotiert. Bevor sich das Unternehmen 2004 auf die Bordunterhaltung in Passagierflugzeugen spezialisierte, agierte Advanced Inflight Alliance in den Bereichen Filmproduktion und Filmrechtehandel.

Durch Akquisitionen verschiedener Unternehmen in Deutschland, Großbritannien, Kanada und Indien hat sich die Advanced Inflight Alliance AG in den Jahren 2004 bis 2008 mit ihrem Hauptgeschäftsfeld die Marktführerschaft in dem Nischensegment des sogenannten Inflight Entertainments (IFE) aufgebaut und ist das einzige börsennotierte Unternehmen in diesem Bereich. Die Tochtergesellschaften kooperieren unter der Plattform „IFE Alliance“ und bieten verschiedene Bordunterhaltungsinhalte an, zu denen neben den klassischen Audio- und Videoprogrammen, wie z.B. Spielfilme, Nachrichten und Sport, auch Computerspiele gehören. Hinzu kommen das Graphical User Interface Design (GUI) für Internetanwendungen sowie das Datenbankmanagement für die Gesamtsteuerung der Bordunterhaltung. Mit diesen Inhalten werden mehr als 100 Fluglinien rund um den Globus versorgt.

Neben dem Hauptgeschäftsfeld Inflight Entertainments betreibt der Advanced Inflight Alliance Konzern das Geschäftsfeld „Sonstiger Lizenzhandel“, in welchen die langfristigen Filmrechte des Konzerns über die Nutzungskanäle Fernsehen, DVD und Internet vermarktet werden.

Die Unternehmensstrategie sieht vor, neben organischem Wachstum durch weitere Zukäufe die führende Position im Inflight Entertainment weiter auszubauen.

## Geschäftsmodell

Im zunehmenden Wettbewerb der Luftfahrtgesellschaften spielt das Bordunterhaltungsprogramm neben dem Flugpreis und einigen anderen wesentlichen Kriterien in der Kundenwahrnehmung eine immer größere Rolle.

Im Hauptgeschäftsfeld, den „Inflight Entertainment“ konzentriert sich der Advanced Inflight Alliance Konzern als sogenannter Content Service Provider (CSP) primär auf die Bereitstellung der Inhalte für die Bordunterhaltungssysteme und sämtliche damit zusammenhängenden Tätigkeiten. Das Leistungsspektrum umfasst hierbei die Auswahl, den Einkauf, die Herstellung und die technische Anpassung von Inhalten. Dazu gehören auch die Unterstützung bei der Integration und Betreuung der Unterhaltungsprogramme an Bord von Flugzeugen. Über die kanadische Tochtergesellschaft DTI entwickelt der Advanced Inflight Alliance Konzern seit einiger Zeit auch moderne Applikationen durch welche Fluggesellschaften ihren Passagieren zusätzliche Dienstleistungen, wie zum Beispiel eine elektronische Speisekarte, das Lesen von Zeitschriften oder den Einkauf verschiedener Produkte bieten können.

Zu den Zielkunden des Unternehmens gehören die meisten Fluggesellschaften. Die Kundenneugewinnung erfolgt über Ausschreibungen in denen die Airlines ihre Zulieferer für die Bordunterhaltung auswählen. Ausgeschrieben werden primär exklusive Zulieferverträge für den Zeitraum zwischen zwei und drei Jahren, in denen der Konzern die Fluggesellschaften mit den verschiedensten Inhalten wie Kinofilmen, TV- und Musikprogrammen und Spielen beliefert. Die Nutzungslizenzen der verschiedenen Inhalte erwirbt der Konzern von den Inhabern der Lizenzrechte (Studios, Fernsehsender, etc.) auf der Grundlage zeitlich befristeter und nicht exklusiver Nutzungsrechte.

Das Geschäftsmodell besteht somit aus Einkauf und Entwicklung von Unterhaltungsinhalten, der Belieferung von Fluggesellschaften mit diesen Inhalten auf Basis mehrjähriger Zulieferverträge, sowie der Versorgung von Fluggesellschaften mit weiteren technischen und inhaltlichen Dienstleistungen rund um das Thema Bordunterhaltung.

Im Geschäftsfeld „Sonstiger Lizenzhandel“, welches heutzutage nur noch von untergeordneter Bedeutung ist, werden die noch im Konzern vorhandenen,

langfristigen Filmrechte an mittlerweile älteren Filmen im Fernsehen, über DVD und im Internet vermarktet.

## Tochtergesellschaften

### **Atlas Air Film + Media Service GmbH**

Als Zulieferer von Programminhalten (Content Service Provider) mit Spezialisierung im Bereich Videoprogramme (Kinofilme, Cartoons, etc.) bedient die Atlas Air mehr als 30 nationale und internationale Luftfahrtgesellschaften.

### **Inflight Productions Ltd**

Mit 195 Mitarbeitern in den Niederlanden, den USA, Australien, Neuseeland, Singapur und den Vereinigten Arabischen Emiraten betreut die IFP mehr als 130 Airlines weltweit mit der Zulieferung und Implementierung von Programminhalten.

### **Atlas Air Entertainment Concepts, Inc.**

Mit Schwerpunkt im Bereich der Videoprogramme ist die AAEC als Zulieferer von Programminhalten (Content Service Provider) für mehr als ein halbes Dutzend internationale Luftfahrtgesellschaften tätig.

### **DTI Software Inc.**

Die DTI Software ist der weltweite Marktführer im Bereich Computerspiele an Bord von Flugzeugen und verfügt über einen Katalog von mehr als 150 Spielen auf den weltweit über 65 Luftfahrtgesellschaften zurückgreifen. Des Weiteren bietet die Gesellschaft Dienstleistungen in den Bereichen Systemapplikationen und der Entwicklung von GUI (Graphical User Interfaces) an.

### **Fairdeal Multimedia Pvt. Ltd**

Die Fairdeal Multimedia Pvt. Ltd ist im weltweiten Handel von Luftfahrtfilmrechten tätig, wobei der Fokus auf indischen Produktionen liegt, die unter dem Überbegriff „Bollywood“ bekannt sind. Darüber hinaus beliefert die Gesellschaft über 25 Kunden mit indischen TV- und Audioprogrammen und bietet zusätzliche Dienstleistungen im Bereich Bordunterhaltung in Flugzeugen an.

### **Fairdeal Studios Pvt. Ltd.**

Die Fairdeal Studios ist auf die technische Bearbeitung von Filmmaterial für die Nutzung an Bord von Flugzeugen spezialisiert. Sie ist als Dienstleister für andere Konzerngesellschaften, sowie für externe Kunden tätig.

### **IFE Alliance Licensing GmbH**

Die IFEL ist als zentrale Konzerneinheit in der Beschaffung von Lizenzrechten im Bereich der Bordunterhaltung tätig.

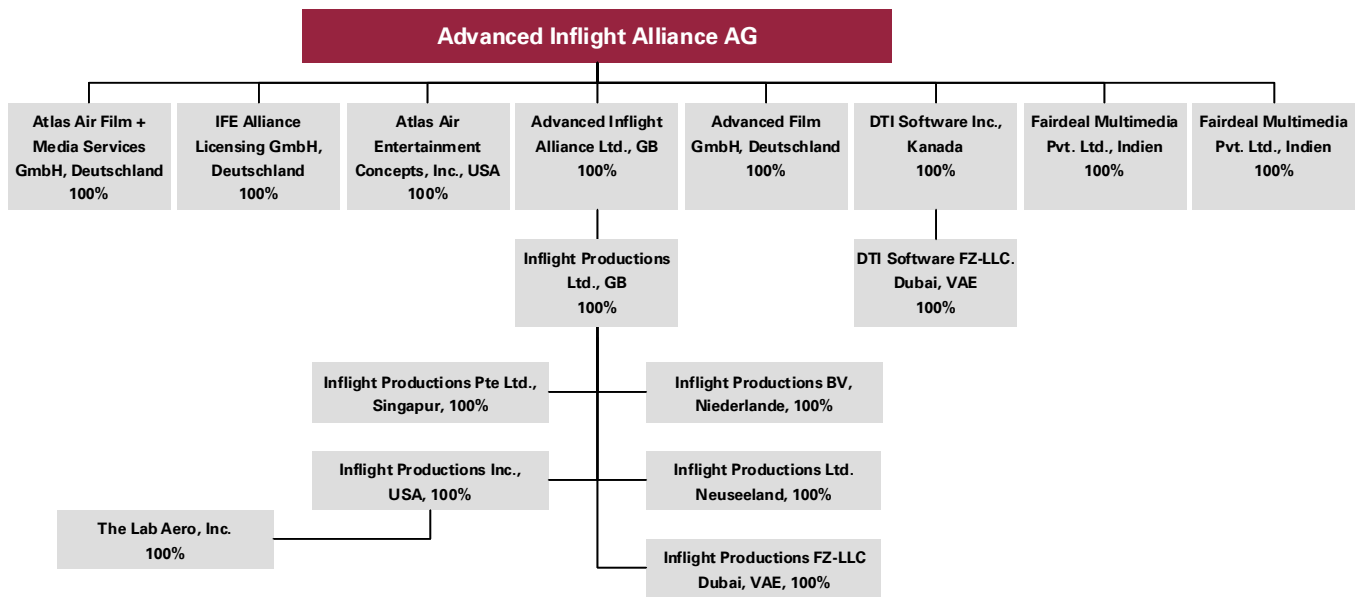
### **Advanced Film GmbH**

Ursprünglich war die Advanced Film GmbH in der Herstellung und dem Erwerb von Filmen, bzw. Teilrechten von solchen, sowie in deren Auswertung durch Verkauf oder Lizenzierung tätig. Gegen Ende des Geschäftsjahres 2007 wurde der gehaltene Filmbestand in die Konzernschwestergesellschaft IFEL eingebracht und die Advanced Film GmbH verfügt seither über keinen operativen Geschäftsbetrieb mehr.

### **Advanced Inflight Allinace Ltd.**

Die Advanced Inflight Alliance Ltd. dient innerhalb des Konzerns als Zwischenholding und hat keinen operativen Geschäftsbetrieb.

## Der Advanced Inflight Alliance Konzern



Quelle: Advanced Inflight Alliance AG

## Management

Seit März 2010 ist **Dr. Rüder Berndt** Vorstandsvorsitzender der Advanced Inflight Alliance AG. Er war zuvor langjähriger Aufsichtsratsvorsitzender der Gesellschaft und seit 2001 maßgeblich an der Restrukturierung, sowie an dem Aufbau des Unternehmens zum Marktführer beteiligt.

Ebenfalls im März 2010 wurde **Wolfgang Brand** zum Finanzvorstand der Advanced Inflight Alliance bestellt. Er war zuvor Finanzvorstand der börsennotierten SHS VIVEON AG und verfügt über langjährige internationale Kapitalmarkterfahrung.

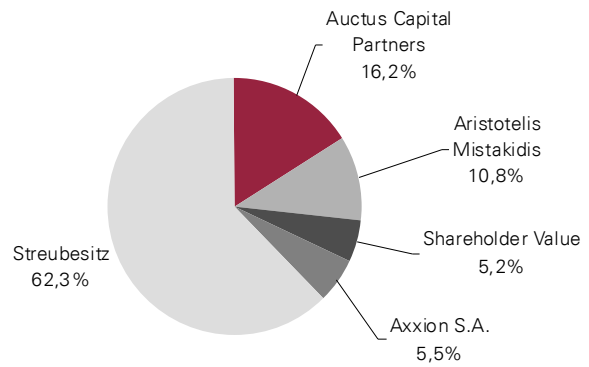
**Louis Bélanger-Martin** wurde im Oktober 2010 in den Vorstand der Advanced Inflight Alliance bestellt und übt die Funktion des Chief Operating Officer aus. Er ist Gründer der im Jahr 2008 von der Advanced Inflight Alliance übernommenen DTI Software Inc. und ist bereits seit der Übernahme im Executive Management Committee des Konzerns tätig.

## Aktionärsstruktur

Die Aktionärsstruktur besteht zu 62% aus Streubesitz. Die verbleibenden Anteile werden von den Finanzinvestoren Auctus Capital Partners, Aristotelis Mistakidis, der Axxion S.A. und der Shareholder Value Beteiligungen AG gehalten.

## Aktionärsstruktur Advanced Inflight Alliance AG

Stand: 31.12.2010



Quelle: AI Alliance, Warburg Research

**Gewinn- und Verlustrechnung Advanced Inflight Alliance**

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>85,1</b>	<b>107</b>	<b>108</b>	<b>111</b>	<b>120</b>	<b>134</b>	<b>138</b>
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>85,1</b>	<b>107</b>	<b>108</b>	<b>111</b>	<b>120</b>	<b>134</b>	<b>138</b>
Materialaufwand	60,6	70,8	67,7	67,0	70,4	78,1	80,2
<b>Rohrertrag</b>	<b>24,5</b>	<b>36,6</b>	<b>40,3</b>	<b>44,1</b>	<b>49,6</b>	<b>55,9</b>	<b>57,8</b>
Personalaufwendungen	12,4	16,3	19,0	21,9	23,6	26,4	26,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	2,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	7,7	9,8	10,0	9,9	10,8	12,1	12,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>5,3</b>	<b>12,8</b>	<b>11,7</b>	<b>12,6</b>	<b>15,5</b>	<b>17,8</b>	<b>18,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	1,3	1,4
<b>EBITA</b>	<b>4,7</b>	<b>12,0</b>	<b>10,8</b>	<b>11,6</b>	<b>14,3</b>	<b>16,5</b>	<b>17,5</b>
Abschreibungen auf iAV	1,3	3,2	4,0	3,2	5,5	7,0	7,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>3,5</b>	<b>8,9</b>	<b>6,8</b>	<b>8,4</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>	<b>10,5</b>
Zinserträge	0,9	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,6	1,0	1,1	1,0	1,1	1,3	1,3
Finanzergebnis	0,4	-0,7	-1,0	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,8</b>	<b>8,2</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>3,8</b>	<b>8,2</b>	<b>5,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>
Steuern gesamt	0,5	2,1	1,2	2,1	2,2	2,3	2,6
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>

Quellen: Advanced Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung Advanced Inflight Alliance**

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
Materialaufwand	71,2 %	65,9 %	62,7 %	60,3 %	58,7 %	58,3 %	58,1 %
<b>Rohrertrag</b>	<b>28,8 %</b>	<b>34,1 %</b>	<b>37,3 %</b>	<b>39,7 %</b>	<b>41,3 %</b>	<b>41,7 %</b>	<b>41,9 %</b>
Personalaufwendungen	14,6 %	15,2 %	17,6 %	19,7 %	19,7 %	19,7 %	19,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,1 %	2,1 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	9,0 %	9,1 %	9,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6,3 %</b>	<b>11,9 %</b>	<b>10,9 %</b>	<b>11,4 %</b>	<b>12,9 %</b>	<b>13,3 %</b>	<b>13,7 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,7 %	0,7 %	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %
<b>EBITA</b>	<b>5,6 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>10,0 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>11,9 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>12,7 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,5 %	2,9 %	3,7 %	2,9 %	4,6 %	5,2 %	5,1 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>4,1 %</b>	<b>8,2 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>7,6 %</b>
Zinserträge	1,1 %	0,3 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Zinsaufwendungen	0,7 %	0,9 %	1,0 %	0,9 %	0,9 %	1,0 %	0,9 %
Finanzergebnis	0,4 %	-0,6 %	-0,9 %	-0,8 %	-0,8 %	-0,9 %	-0,9 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,5 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>6,7 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>4,5 %</b>	<b>7,6 %</b>	<b>5,4 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>6,7 %</b>
Steuern gesamt	0,5 %	2,0 %	1,1 %	1,9 %	1,8 %	1,7 %	1,9 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>4,9 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>4,9 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>4,0 %</b>	<b>5,6 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>4,9 %</b>	<b>4,7 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>4,9 %</b>

Quellen: Advanced Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### Bilanz Advanced Inflight Alliance

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	17,8	39,1	41,2	44,8	57,1	54,1	51,1
davon übrige imm. VG	7,2	17,6	17,5	18,9	17,4	14,4	11,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	10,6	21,4	23,7	25,8	39,7	39,7	39,7
Sachanlagen	2,2	2,4	2,4	2,2	3,1	2,4	1,6
Finanzanlagen	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>20,2</b>	<b>41,5</b>	<b>43,7</b>	<b>47,0</b>	<b>60,2</b>	<b>56,5</b>	<b>52,7</b>
Vorräte	0,2	0,4	0,7	1,1	1,2	1,3	1,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	12,2	17,9	17,0	18,8	21,4	24,6	26,1
Sonstige Vermögensgegenstände	8,1	6,7	6,7	7,3	7,3	7,3	7,3
Liquide Mittel	19,0	17,5	16,5	14,0	15,7	20,0	24,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>39,4</b>	<b>42,4</b>	<b>40,8</b>	<b>41,1</b>	<b>45,5</b>	<b>53,1</b>	<b>58,9</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>59,6</b>	<b>83,9</b>	<b>84,5</b>	<b>88,1</b>	<b>106</b>	<b>110</b>	<b>112</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	14,8	14,5	14,5	14,5	16,6	16,6	16,6
Kapitalrücklage	8,3	8,7	8,8	8,9	12,0	12,0	12,0
Gewinnrücklagen	5,4	10,9	14,5	18,5	22,4	26,2	30,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,5	-8,1	-4,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,6
Buchwert	27,1	26,1	33,3	41,4	50,4	54,1	58,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>27,1</b>	<b>26,1</b>	<b>33,3</b>	<b>41,4</b>	<b>50,4</b>	<b>54,1</b>	<b>58,2</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,1	0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,6	14,4	9,3	6,6	14,1	11,1	8,1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	19,1	26,3	24,3	25,1	26,3	29,4	30,3
Sonstige Verbindlichkeiten	6,7	17,1	17,3	14,8	14,8	14,8	14,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>32,5</b>	<b>57,9</b>	<b>51,2</b>	<b>46,7</b>	<b>55,4</b>	<b>55,5</b>	<b>53,4</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>59,6</b>	<b>83,9</b>	<b>84,5</b>	<b>88,1</b>	<b>106</b>	<b>110</b>	<b>112</b>

Quellen: Advanced Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### Bilanz Advanced Inflight Alliance

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	29,9 %	46,6 %	48,8 %	50,8 %	54,0 %	49,4 %	45,8 %
davon übrige imm. VG	12,2 %	21,0 %	20,7 %	21,5 %	16,5 %	13,2 %	10,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	17,7 %	25,6 %	28,0 %	29,3 %	37,5 %	36,2 %	35,6 %
Sachanlagen	3,8 %	2,9 %	2,9 %	2,5 %	3,0 %	2,2 %	1,5 %
Finanzanlagen	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>33,9 %</b>	<b>49,5 %</b>	<b>51,7 %</b>	<b>53,3 %</b>	<b>56,9 %</b>	<b>51,6 %</b>	<b>47,2 %</b>
Vorräte	0,3 %	0,4 %	0,8 %	1,2 %	1,1 %	1,2 %	1,3 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	20,5 %	21,3 %	20,1 %	21,3 %	20,2 %	22,5 %	23,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	13,6 %	7,9 %	7,9 %	8,3 %	6,9 %	6,6 %	6,5 %
Liquide Mittel	31,8 %	20,8 %	19,5 %	15,8 %	14,8 %	18,2 %	21,6 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>66,2 %</b>	<b>50,6 %</b>	<b>48,3 %</b>	<b>46,6 %</b>	<b>43,0 %</b>	<b>48,5 %</b>	<b>52,8 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	24,8 %	17,3 %	17,2 %	16,5 %	15,7 %	15,1 %	14,9 %
Kapitalrücklage	14,0 %	10,3 %	10,4 %	10,1 %	11,3 %	10,9 %	10,7 %
Gewinnrücklagen	9,1 %	13,1 %	17,2 %	21,1 %	21,2 %	23,9 %	27,1 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-2,6 %	-9,6 %	-5,3 %	-0,6 %	-0,5 %	-0,6 %	-0,5 %
Buchwert	45,4 %	31,1 %	39,4 %	46,9 %	47,6 %	49,3 %	52,2 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>45,4 %</b>	<b>31,1 %</b>	<b>39,4 %</b>	<b>46,9 %</b>	<b>47,6 %</b>	<b>49,3 %</b>	<b>52,2 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Rückstellungen gesamt	0,2 %	0,1 %	0,4 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,1 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	11,1 %	17,1 %	11,0 %	7,5 %	13,3 %	10,1 %	7,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	32,1 %	31,3 %	28,7 %	28,5 %	24,9 %	26,8 %	27,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	11,2 %	20,4 %	20,4 %	16,9 %	14,0 %	13,5 %	13,3 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>54,6 %</b>	<b>69,0 %</b>	<b>60,6 %</b>	<b>53,0 %</b>	<b>52,4 %</b>	<b>50,6 %</b>	<b>47,8 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

Quellen: Advanced Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

<b>Kapitalflussrechnung</b>	<b>Advanced</b>	<b>Inflight</b>					
<b>Alliance</b>							
in EUR Mio.	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,4	6,0	5,9	7,6	5,6	6,0	6,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	1,3	1,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	3,2	4,0	3,2	5,5	7,0	7,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,4	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-2,7	4,5	-1,2	-1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,2</b>	<b>14,5</b>	<b>9,8</b>	<b>10,6</b>	<b>12,3</b>	<b>14,3</b>	<b>15,1</b>
Veränderung Vorräte	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	1,1	-6,6	1,6	0,2	-2,6	-3,2	-1,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,4	4,8	-3,2	-0,3	1,2	3,1	0,9
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	2,5	-2,1	-1,9	-0,5	-1,6	-0,2	-0,7
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>4,6</b>	<b>12,5</b>	<b>7,9</b>	<b>10,1</b>	<b>10,7</b>	<b>14,1</b>	<b>14,4</b>
CAPEX	-0,8	-2,8	-2,8	-4,8	-4,6	-4,6	-4,6
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-17,1	-2,3	-3,7	-15,4	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	13,3	3,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	2,8	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>15,2</b>	<b>-16,2</b>	<b>-5,1</b>	<b>-8,3</b>	<b>-20,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-11,5	4,8	-2,3	-3,1	7,5	-3,0	-3,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-1,2	-1,5	-1,7	-2,2	-2,7
Erwerb eigener Aktien	-2,7	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	5,2	0,0	0,0
Sonstiges	0,4	-0,7	-1,0	-0,9	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-13,9</b>	<b>3,6</b>	<b>-4,4</b>	<b>-5,5</b>	<b>10,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,7</b>
Veränderung liquide Mittel	6,0	-0,1	-1,6	-3,7	1,7	4,3	4,2
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>-1,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>19,7</b>	<b>17,5</b>	<b>16,4</b>	<b>13,9</b>	<b>15,7</b>	<b>20,0</b>	<b>24,1</b>

Quellen: Advanced Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

## Kennzahlen Advanced Inflight Alliance

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	93,7 %	88,1 %	89,1 %	88,6 %	87,1 %	86,7 %	86,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA je Mitarbeiter	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBIT-Marge	4,1 %	8,2 %	6,3 %	7,6 %	7,3 %	7,1 %	7,6 %
EBITDA / Operating Assets	-118,0 %	-230,8 %	-286,4 %	-413,4 %	-2814,4 %	-1635,0 %	-1615,8 %
ROA	16,7 %	14,6 %	10,8 %	11,6 %	9,3 %	10,6 %	12,7 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	37,9	44,1	44,2	50,2	38,1	55,6	84,7
Operating Assets Turnover	-18,8	-19,3	-26,4	-36,4	-218	-123	-118
Capital Employed Turnover	2,5	2,7	2,5	2,3	1,9	2,1	2,1
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	10,3 %	23,9 %	16,4 %	18,5 %	15,6 %	14,7 %	16,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	15,8 %	34,6 %	28,3 %	27,9 %	27,5 %	27,5 %	28,8 %
ROE	12,5 %	23,2 %	14,2 %	13,2 %	11,1 %	11,1 %	11,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	24,9 %	22,8 %	15,9 %	14,7 %	12,2 %	11,5 %	11,9 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	25,0 %	22,8 %	15,9 %	14,7 %	12,2 %	11,5 %	11,9 %
ROIC	9,4 %	12,9 %	9,6 %	10,2 %	8,0 %	8,5 %	9,3 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-12,3	-3,1	-7,2	-7,4	-1,6	-8,9	-16,0
Net Gearing	-45,6 %	-11,9 %	-21,5 %	-17,8 %	-3,1 %	-16,4 %	-27,5 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	408,0 %	181,3 %	357,7 %	628,2 %	357,7 %	487,8 %	720,1 %
Current ratio	1,3	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2
Acid Test Ratio	1,3	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1	1,2
EBITDA / Zinsaufwand	9,3	12,7	11,2	13,0	14,1	13,7	14,5
Netto Zinsdeckung	n.a.	13,4	7,2	10,1	8,8	7,9	8,7
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	3,8	9,7	5,1	5,4	6,1	9,5	9,8
Free Cash Flow / Umsatz	4,4 %	9,1 %	4,7 %	4,8 %	5,1 %	7,1 %	7,1 %
Adj. Free Cash Flow	2,7	10,1	8,9	9,7	12,5	14,7	15,7
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	2,0 %	6,5 %	6,2 %	6,0 %	7,7 %	8,3 %	8,6 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	112,3 %	160,9 %	107,6 %	98,0 %	109,9 %	158,6 %	146,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,9 %	1,9 %	0,6 %	0,9 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,7 %	9,6 %	8,9 %	12,2 %	10,6 %	10,3 %	13,6 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	19,5 %	30,8 %	31,8 %	39,4 %	44,3 %	44,6 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	-14,6 %	-0,8 %	2,6 %	4,3 %	3,8 %	3,4 %	3,3 %
Maint. Capex / Umsatz	3,1 %	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,3 %	2,3 %
CAPEX / Abschreibungen	-671,7 %	-22,9 %	57,7 %	112,9 %	68,5 %	55,4 %	54,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-7,9 %	-6,9 %	-6,7 %	-5,3 %	-3,7 %	-2,7 %	-2,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	63,8 %	68,2 %	70,1 %	74,8 %	81,4 %	83,7 %	86,1 %
Inventory processing period (Tage)	0,7	1,3	2,4	3,5	3,7	3,7	3,7
Receivables collection period (Tage)	52,4	60,8	57,5	61,7	65,0	67,0	69,0
Payables payment period (Tage)	82,1	89,2	82,0	82,5	80,0	80,0	80,0
Cash conversion cycle (Tage)	-29,0	-27,1	-22,1	-17,3	-11,4	-9,3	-7,3
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	2,3 %	2,9 %	3,5 %	4,0 %	4,6 %	5,2 %
P/B	2,1	2,2	1,7	1,4	1,1	1,1	1,0
EV/sales	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	12,0	5,0	5,5	5,1	4,5	3,5	2,9
EV/EBIT	18,4	7,2	9,4	7,6	8,0	6,6	5,3
EV/FCF	17,0	6,6	12,6	12,0	11,4	6,6	5,7
P/E	15,8	8,5	10,5	9,1	9,6	9,6	8,7
P/CF	26,6	4,0	5,9	5,4	4,7	4,0	3,8
Adj. Free Cash Flow Yield	3,4 %	22,7 %	15,3 %	16,5 %	17,6 %	22,8 %	27,2 %

Quellen: Advanced Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### Free Cash Flow Yield - Advance Inflight Alliance

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	3,4	6,0	4,7	5,5	5,6	6,0	6,7	
+ Abschreibung + Amortisation	1,8	4,0	4,9	4,2	6,7	8,3	8,4	
- Zinsergebnis (netto)	0,4	-0,7	-1,0	-0,8	-1,0	-1,2	-1,2	
+ Steuern	0,5	2,1	1,2	2,1	2,2	2,3	2,6	
- Erhaltungsinvestitionen	2,6	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>2,7</b>	<b>10,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,7</b>	<b>12,5</b>	<b>14,7</b>	<b>15,7</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	4,2%	15,8%	13,9%	15,2%	17,8%	23,5%	28,3%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>64,1</b>	<b>64,1</b>	<b>64,1</b>	<b>64,1</b>	<b>69,9</b>	<b>62,6</b>	<b>55,5</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>27,2</b>	<b>101,1</b>	<b>89,4</b>	<b>97,2</b>	<b>124,8</b>	<b>147,2</b>	<b>157,1</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,4	-7,4	-7,4	-7,4	-1,6	-8,9	-16,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Sonstige	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>20,6</b>	<b>94,5</b>	<b>82,7</b>	<b>90,5</b>	<b>112,4</b>	<b>142,1</b>	<b>159,1</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>1,24</b>	<b>5,70</b>	<b>4,99</b>	<b>5,46</b>	<b>6,78</b>	<b>8,57</b>	<b>9,60</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-64,2%	64,3%	43,9%	57,5%	95,4%	147,1%	176,7%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	0,86	4,29	3,75	4,11	5,04	6,52	7,41
	12,0%	0,97	4,69	4,09	4,49	5,53	7,09	8,02
Fairer	11,0%	1,09	5,15	4,50	4,93	6,10	7,77	8,74
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>1,24</b>	<b>5,70</b>	<b>4,99</b>	<b>5,46</b>	<b>6,78</b>	<b>8,57</b>	<b>9,60</b>
Yield	9,0%	1,42	6,38	5,59	6,12	7,62	9,56	10,66
	8,0%	1,65	7,23	6,34	6,93	8,66	10,80	11,97
	7,0%	1,95	8,32	7,30	7,98	10,01	12,38	13,66

Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

### DCF Modell - Advance Inflight Alliance

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	120,0	134,0	138,0	142,2	146,4	150,8	155,3	160,0	164,8	169,7	174,8	180,1	185,5	189,2
Veränderung	8,0%	11,7%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBIT	8,8	9,5	10,5	11,4	11,7	12,1	12,4	12,8	13,2	13,6	14,0	14,4	14,8	15,1
EBIT-Marge	7,3%	7,1%	7,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Steuerquote	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%	28,0%
NOPAT	6,3	6,9	7,6	8,2	8,4	8,7	8,9	9,2	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7	10,9
Abschreibungen	6,7	8,3	8,4	7,1	7,3	7,5	7,8	8,0	8,2	8,5	8,7	9,0	9,3	7,6
in % vom Umsatz	5,6%	6,2%	6,1%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,6	-0,2	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1
- Investitionen	-4,6	-4,6	-4,6	-5,7	-5,9	-6,0	-6,2	-6,4	-6,6	-6,8	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6
Investitionsquote	3,8%	3,4%	3,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
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)	6,9	10,4	10,7	9,0	9,2	9,5	9,7	10,0	10,3	10,6	10,9	11,2	11,5	9,8

#### Modellparameter

Fremdkapitalquote	5,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	6,8%	WACC	10,35%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,00%

#### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	74,2	Sondereffekte	14,0
Terminal Value	31,4		
Verbindlichkeiten	-6,6		
Liquide Mittel	14,0	Aktienzahl (Mio.)	16,57
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>99,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,97</b>

#### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

##### Ewiges Wachstum

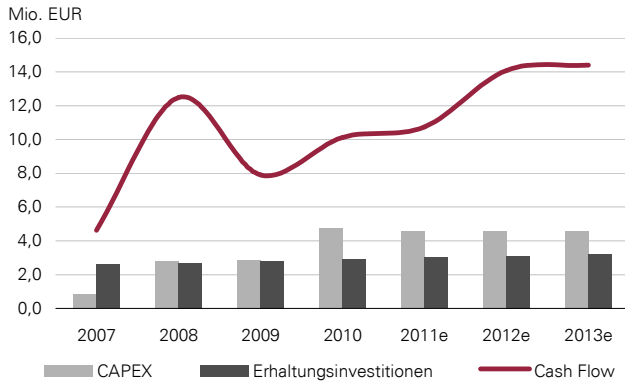
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,50%	2,75%
11,35%	5,25	5,28	5,32	5,36	5,40	5,44	5,49
10,85%	5,52	5,56	5,60	5,65	5,70	5,75	5,80
10,60%	5,66	5,71	5,76	5,81	5,86	5,92	5,98
<b>10,35%</b>	5,82	5,87	5,92	<b>5,97</b>	6,03	6,09	6,16
10,10%	5,98	6,03	6,09	6,15	6,21	6,28	6,36
9,85%	6,15	6,21	6,27	6,34	6,41	6,48	6,56
9,35%	6,53	6,60	6,67	6,75	6,84	6,93	7,03

##### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,35%	4,33	4,67	5,02	5,36	5,70	6,04	6,38
10,85%	4,57	4,93	5,29	5,65	6,01	6,37	6,73
10,60%	4,70	5,07	5,44	5,81	6,18	6,55	6,92
<b>10,35%</b>	4,83	5,21	5,59	<b>5,97</b>	6,35	6,74	7,12
10,10%	4,97	5,36	5,76	6,15	6,54	6,94	7,33
9,85%	5,12	5,53	5,93	6,34	6,74	7,15	7,55
9,35%	5,45	5,89	6,32	6,75	7,18	7,62	8,05

Quelle: Warburg Research

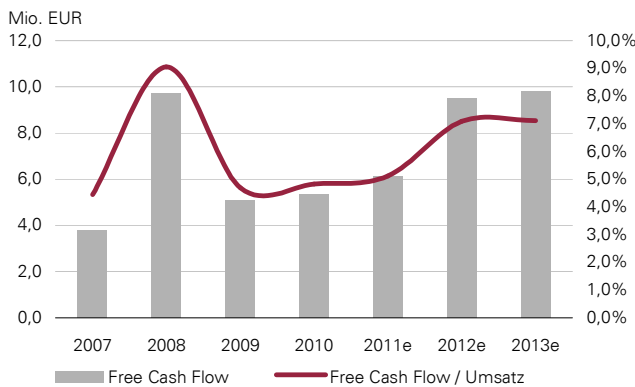
## Investitionen und Cash Flow - Advance Inflight Alliance



Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Der Cash-Flow befindet sich, unterbrochen durch das Krisenjahr 2009 im Aufwärtstrend

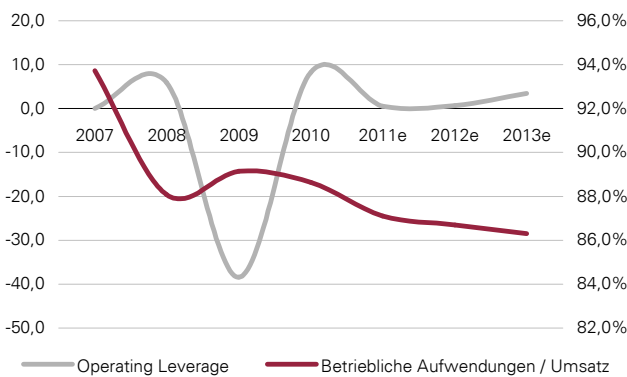
## Free Cash Flow Generation - Advance Inflight Alliance



Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Der Free Cash flow sollte sich in den kommenden Jahren wieder dem Rekordniveau von 2008 annähern

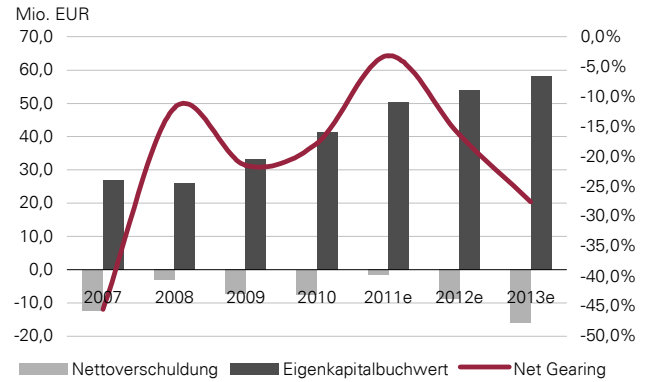
## Operating Leverage - Advance Inflight Alliance



Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Die betrieblichen Aufwendungen sollten dank konsequenter Kostenoptimierung in den nächsten Jahren sukzessive sinken

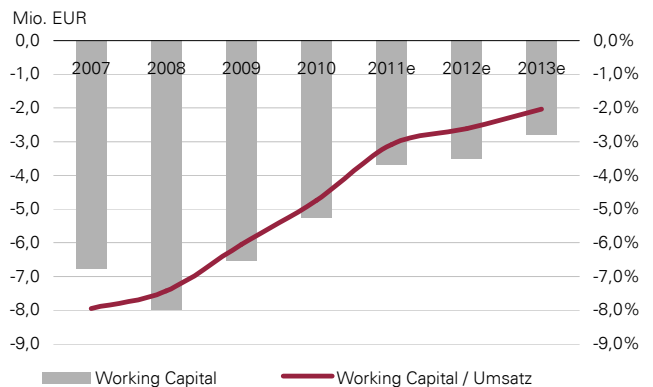
## Bilanzqualität - Advance Inflight Alliance



Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Der Buchwert des Eigenkapitals steigt dank konsequenter Profitabilität stetig
- Das Unternehmen weist eine positive Nettoliquidität (negative Verschuldung) auf

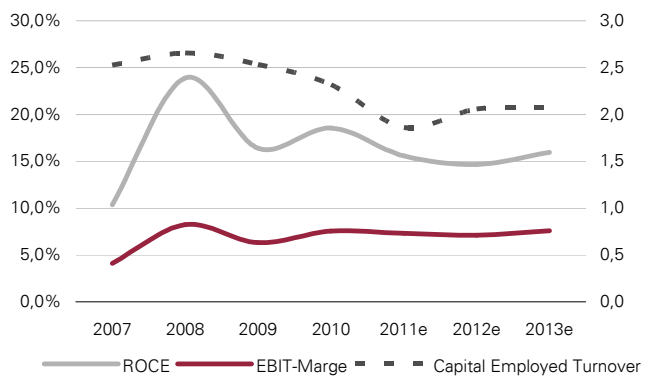
## Working Capital - Advance Inflight Alliance



Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Das Working Capital ist bei AIA dank hoher Vorauszahlungen der Airlines klassischerweise negativ
- Aufgrund der Vertiefung der Wertschöpfungskette sollte sich dies mindern

## ROCE Entwicklung - Advance Inflight Alliance



Quellen: Advance Inflight Alliance (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Die EBIT-Marge sollte infolge von Effizienzsteigerungen ebenfalls etwas erhöht werden können
- Der ROCE sollte aufgrund höherem Kapitaleinsatz etwa konstant bleiben

## Rechtshinweis / Disclaimer

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

## Urheberrechte

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

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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

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

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

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

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

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

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

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

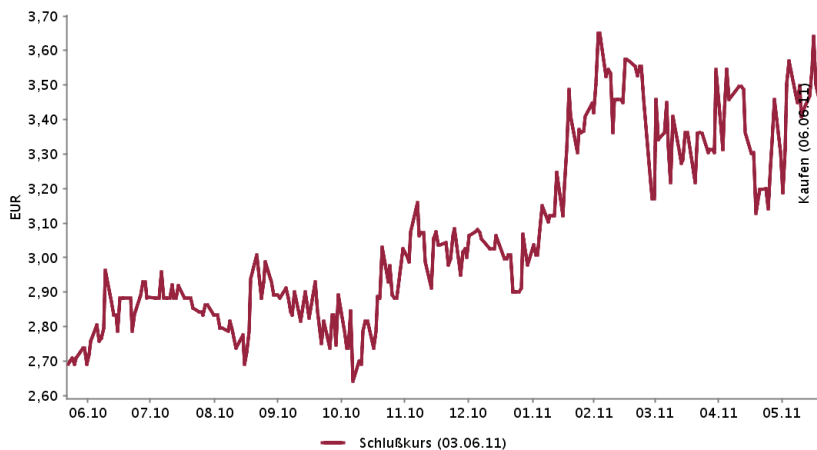
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	117	67%
Halten	51	29%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
<b>Gesamt</b>	<b>175</b>	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	70%
Halten	40	27%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
<b>Gesamt</b>	<b>150</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Advanced Inflight Alliance AG am 06.06.11**



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

## Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | [www.warburg-research.com](http://www.warburg-research.com)

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>
<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>
<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>

<b>Henner Rüschemier</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@warburg-research.com</a>
<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>
<b>Franziska Schmidt-Petersen</b> Business Support	+49 40 309537-100 <a href="mailto:fschmidt-petersen@warburg-research.com">fschmidt-petersen@warburg-research.com</a>
<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:wmoeller@mmwarburg.com">wmoeller@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 <a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>
<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 <a href="mailto:rconredel@mmwarburg.com">rconredel@mmwarburg.com</a>
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>
<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2663 <a href="mailto:awessel@mmwarburg.com">awessel@mmwarburg.com</a>