

Buy EUR 87,00 (EUR 83,00) Kurs EUR 78,79 Upside 10,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 87,01 FCF-Value Potential 2018e: 87,42	Aktien Daten: Bloomberg: CWC GR Reuters: CWCG ISIN: DE0005403901	Beschreibung: Europas führender industrieller Fotofinisher und Anbieter von individuellen Fotoprodukten
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 562 Aktienanzahl (Mio.): 7 EV: 537 Freefloat MC: 392 Ø Trad. Vol. (30T): 1,35 Mio.	Aktionäre: Freefloat: 69,8 % Erbgem. Senator Neumüller: 27,4 % CeWe Stiftung & Co. KGaA: 2,8 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,0 KBV: 2,9 x EK-Quote: 51 %

Ergebnisschätzungen und Kursziel nach soliden Ergebnissen 2016 angehoben

Wir haben unsere Schätzungen und das Kursziel nach dem starken Ergebnis 2016 angehoben.

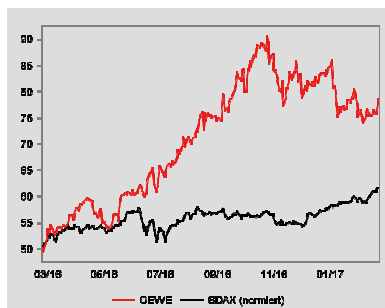
Mit einem Umsatzwachstum von 6% in Q4 hat Cewe sein Geschäftsjahr 2016 erfolgreich abgeschlossen. Die wichtigste Säule der positiven Entwicklung in 2016 war eine starke Performance im Bereich Photofinishing (WRe: 2016 Umsatz +7,6% mit 110 Bps EBIT-Margenanstieg). Zudem ist das EBIT im Segment Online Printing um über EUR 2 Mio. gestiegen und es wurde zum ersten Mal ein positives Ergebnis nach PPA-Effekten erreicht.

Im Bereich Photofinishing profitiert der Konzern von der starken Markenbekanntheit und einer hohen Kundenzufriedenheit. Mit einem starken Fokus auf Mehrwertprodukte steigert der Konzern kontinuierlich den Umsatz je Foto, was den Erfolg dieser Strategie widerspiegelt.

Aufgrund der hohen Wettbewerbsqualität erwarten wir ab dem laufenden Jahr lediglich einen begrenzten Effekt durch den höheren Mehrwertsteuersatz auf Fotobücher in Deutschland (19% statt vormals 7%). In 2016 hat Cewe die Anzahl der verkauften Fotobücher um ca. 3% auf 6,2 Mio. erhöht, davon ca. 50% im Inlandsmarkt. Nach der starken Performance in 2016 rechnen wir derzeit jedoch mit einem eher moderaten 3%-igen Umsatz- und EBIT-Anstieg für den Bereich Photofinishing in 2017. Darüber hinaus sollte das Segment Online Printing unserer Ansicht nach ein bedeutender Umsatz- und Ergebnistreiber in 2017/18 sein und ein Umsatzwachstum von 11% p.a. und eine EBIT-Margenverbesserung von 2% (2016e) auf 4% (2018e) verzeichnen. Das mittel- bis langfristige Ziel ist ein EBIT-Margenniveau von bis zu 8% für diesen Bereich.

Wir haben das **Kursziel**, basierend auf unseren höheren Ergebnisschätzungen, **von EUR 83 auf EUR 87 angehoben**, was durch das DCF- und FCFVP-Modell gut untermauert wird. Diese Investitionsmöglichkeit wird durch das Margenpotenzial, ein stetiges Dividendenwachstum und eine hohe Wettbewerbsqualität mit einer starken Position und einem langjährigen Track Record im Markt bekräftigt. Der Konzern kann mit einer starken Bilanz (Eigenkapitalquote ca. 50%, keine strukturelle Nettoverschuldung) und einer maßgeblichen FCF-Generierung auch schnell auf potenzielle Akquisitions- oder Investitionsmöglichkeiten reagieren.

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	
Umsatz	587,0	1,0 %	604,0	1,8 %	625,0	2,9 %	<ul style="list-style-type: none"> Cewe hat Q4/GJ 2016 Umsatz, EBIT und EBT-Zahlen veröffentlicht, die über dem Zielkorridor des Unternehmens und unseren Annahmen lagen. Unsere EPS Schätzung 2016 bleibt unverändert, um eine etwas höhere Steuerquote gegenüber unserer Annahme von 29% zu berücksichtigen. Basierend auf dem kontinuierlichen Wachstumspotenzial und der gezeigten Profitabilitätssteigerung, haben wir unsere Ergebniserwartungen für 2017 und 2018 um 5-7% angehoben. Im Rahmen des höheren Ergebnisszenarios und der finanziellen Stärke (Eigenkapitalquote >50%, Nettoliquidität erhöht), haben wir auch unsere Dividendenerwartung angehoben. Die endgültigen Zahlen 2016 und der Ausblick 2017 werden am 23. März veröffentlicht.
EBIT	44,8	4,9 %	46,7	7,3 %	51,0	5,9 %	
EBT	44,5	3,8 %	46,5	6,7 %	50,8	5,5 %	
EPS	4,46	0,0 %	4,53	6,4 %	4,92	5,1 %	
DPS	1,70	5,9 %	1,80	5,6 %	1,90	5,3 %	

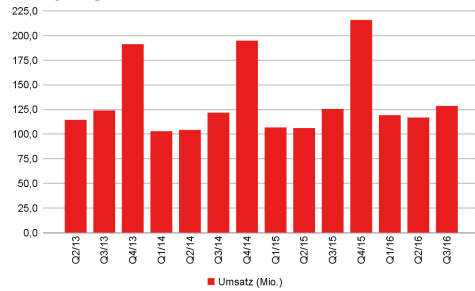


Rel. Performance vs SDAX:	
1 Monat:	-3,1 %
6 Monate:	-3,6 %
Jahresverlauf:	-13,5 %
Letzte 12 Monate:	36,6 %

Unternehmenstermine:	
23.03.17	FY 2016
11.05.17	Q1
31.05.17	AGM
10.08.17	Q2

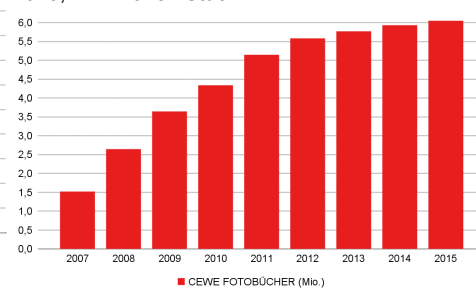
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	5,1 %	507	536	524	554	593	615	643
Veränd. Umsatz yoy		8,1 %	5,7 %	-2,3 %	5,8 %	7,0 %	3,7 %	4,6 %
Rohertragsmarge		63,6 %	64,8 %	69,2 %	71,0 %	71,0 %	71,0 %	71,2 %
EBITDA	7,4 %	66	67	66	75	86	89	93
Marge		13,0 %	12,5 %	12,6 %	13,6 %	14,6 %	14,5 %	14,5 %
EBIT	13,7 %	29	29	33	37	47	50	54
Marge		5,7 %	5,4 %	6,2 %	6,6 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %
Nettoergebnis	17,0 %	19	22	21	23	32	34	37
EPS	16,9 %	2,88	3,39	3,07	3,24	4,46	4,82	5,17
EPS adj.	16,9 %	2,88	3,51	3,00	3,24	4,46	4,82	5,17
DPS	7,7 %	1,45	1,50	1,55	1,60	1,80	1,90	2,00
Dividendenrendite		4,6 %	4,2 %	3,0 %	3,0 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %
FCFPS		2,69	1,98	5,14	1,38	4,65	3,52	4,02
FCF / Marktkap.		8,6 %	5,5 %	10,0 %	2,6 %	5,9 %	4,5 %	5,1 %
EV / Umsatz		0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA		3,6 x	4,1 x	5,4 x	5,2 x	6,4 x	6,0 x	5,6 x
EV / EBIT		8,3 x	9,5 x	11,0 x	10,6 x	11,7 x	10,7 x	9,7 x
KGV		10,9 x	10,6 x	16,7 x	16,6 x	17,7 x	16,3 x	15,2 x
KGV ber.		10,9 x	10,2 x	17,1 x	16,6 x	17,7 x	16,3 x	15,2 x
FCF Yield Potential		12,2 %	8,7 %	5,2 %	5,4 %	6,5 %	7,0 %	7,7 %
Nettoverschuldung		36	41	2	8	-13	-25	-39
ROCE (NOPAT)		13,9 %	13,6 %	12,3 %	12,4 %	16,9 %	18,8 %	20,1 %
Guidance:		2016: Umsatz EUR 555-575 Mio.; EBIT EUR 40-46 Mio.; EPS EUR 4,00-4,57						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



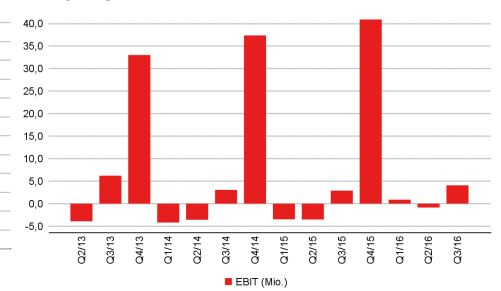
Quelle: Warburg Research

Anzahl CEWE FOTOBUCHER
2015; in Millionen Stück



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

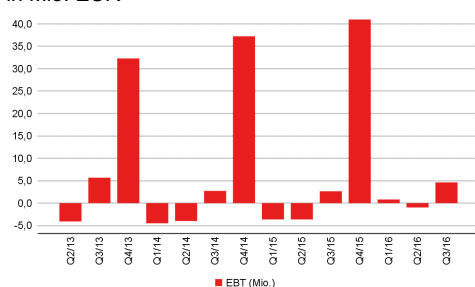
Unternehmenshintergrund

- Mit einem Marktanteil von ca. 40% ist CEWE Europas größter industrieller Fotofinisher. Das Unternehmen entwickelt europaweit in 11 Fotolaboren in erster Linie Digitalfotos.
- Zudem vertreibt das Unternehmen personalisierbare Fotoprodukte und ist mit dem CEWE FOTOBUCH der bekannteste und erfolgreichste Hersteller von Fotobüchern
- Im Online-Print Segment sollte das Unternehmen bis 2016 rund EUR 100 Mio Umsatz generieren und nach einer mehrjährigen Anlaufphase zum Ergebnis des Unternehmens beitragen
- Mit mehr als 30.000 Handelskunden (Drogeriemärkte, Fotofachhändler, Internetpartner) besitzt CEWE die breiteste Vertriebsbasis aller Fotofinisher und beliefert insgesamt 24 europäische Länder.
- Der Vertrieb erfolgt über Handelspartner und das Internet.

Wettbewerbsqualität

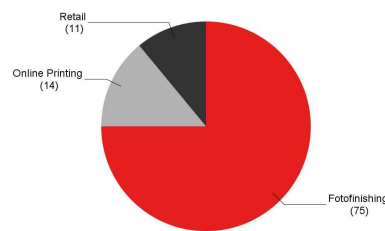
- CEWE differenziert sich durch die breiteste Vertriebsbasis aller industriellen Fotofinisher. Die daraus resultierende flächendeckende regionale Präsenz garantiert schnelle Marktanteilsgewinne
- CEWEs Vertriebsbasis mit über 34.000 Handelspartnern ist im Digitalmarkt ein signifikanter Wettbewerbsvorteil, da sie eine breite Marktabdeckung ermöglicht.
- Darüber hinaus weist das Unternehmen durch seine große Markenbekanntheit in Europa (insbesondere durch das CEWE FOTOBUCH) klare Wettbewerbsvorteile auf.
- Die breite Produktpalette und die daraus resultierenden höheren Umsätze pro Foto sichern CEWEs starke Marktposition trotz des sehr wettbewerbsintensiven Marktumfeldes.
- Das digitale Online-Druckgeschäft erschließt dem Unternehmen eine breitere Kundenbasis und Synergieeffekte mit dem angestammten Bereich

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



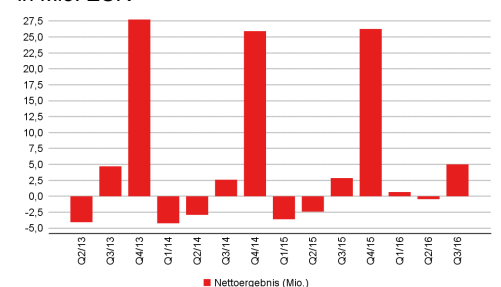
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2015; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	593	615	643	666	688	711	734	756	779	801	821	839	856	
Umsatzwachstum	7,0 %	3,7 %	4,6 %	3,5 %	3,4 %	3,3 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %	2,8 %	2,5 %	2,2 %	2,0 %	1,5 %
EBIT	47	50	54	57	58	60	62	61	62	60	62	59	56	
EBIT-Marge	7,9 %	8,2 %	8,4 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %	8,0 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	
Steuerquote (EBT)	32,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	31,0 %	
NOPAT	32	35	37	39	40	42	43	42	43	41	42	41	38	
Abschreibungen	40	39	39	41	43	44	45	45	47	48	49	50	51	
Abschreibungsquote	6,7 %	6,3 %	6,1 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Veränd. Rückstellungen	1	1	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-11	2	1	5	5	5	2	2	2	2	2	1	1	
- Investitionen	40	40	40	41	43	44	45	45	47	48	49	50	51	
Investitionsquote	6,7 %	6,5 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,2 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	43	32	36	35	36	37	41	40	41	40	41	39	37	34
Barwert FCF	43	30	31	29	27	27	28	25	24	22	21	19	16	286
Anteil der Barwerte	16,73 %			37,80 %										45,48 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	2,50 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	3,4 %	Liquidität (Aktie)	1,00
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,00
WACC	6,91 %	Beta	1,00

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	343		
Terminal Value	286		
Zinstr. Verbindlichkeiten	7		
Pensionsrückstellungen	23		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	22	Aktienzahl (Mio.)	7,1
Eigenkapitalwert	621	Wert je Aktie (EUR)	87,01

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		0,75 %	1,00 %	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,19	7,9 %	71,80	72,78	73,83	74,96	76,19	77,52	78,97	1,19	7,9 %	58,29	63,85	69,41	74,96	80,52	86,08	91,64
1,09	7,4 %	76,58	77,78	79,08	80,49	82,02	83,69	85,53	1,09	7,4 %	62,44	68,45	74,47	80,49	86,51	92,52	98,54
1,05	7,2 %	79,25	80,59	82,03	83,61	85,33	87,21	89,29	1,05	7,2 %	64,77	71,05	77,33	83,61	89,89	96,16	102,44
1,00	6,9 %	82,13	83,62	85,24	87,01	88,95	91,08	93,45	1,00	6,9 %	67,32	73,88	80,44	87,01	93,57	100,13	106,70
0,95	6,7 %	85,25	86,91	88,73	90,73	92,93	95,36	98,07	0,95	6,7 %	70,10	76,97	83,85	90,73	97,60	104,48	111,36
0,91	6,4 %	88,63	90,50	92,56	94,82	97,32	100,11	103,24	0,91	6,4 %	73,16	80,38	87,60	94,82	102,04	109,26	116,48
0,81	5,9 %	96,37	98,76	101,41	104,37	107,67	111,40	115,64	0,81	5,9 %	80,28	88,31	96,34	104,37	112,39	120,42	128,45

- EBIT-Margenpotenzial in Online Printing. Mittelfristiger Margenrückgang angenommen aufgrund hoher Wettbewerbsintensität

Free Cash Flow Value Potential

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

Angaben in EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	19	22	21	23	31	34	37	
+ Abschreibung + Amortisation	37	38	33	38	40	39	39	
- Zinsergebnis (netto)	-2	-2	-1	0	-1	-1	0	
- Erhaltungsinvestitionen	29	38	38	41	36	36	36	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	29	24	19	21	36	38	40	
Free Cash Flow Yield Potential	12,2 %	8,7 %	5,2 %	5,4 %	6,5 %	7,0 %	7,7 %	
WACC	6,91 %	6,91 %	6,91 %	6,91 %	6,91 %	6,91 %	6,91 %	
= Enterprise Value (EV)	241	276	359	391	550	539	524	
= Fair Enterprise Value	425	349	268	303	517	546	584	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-15	-15	-15	-15	-37	-49	-64	
- Pensionsverbindlichkeiten	23	23	23	23	24	24	25	
- Sonstige	0	0	0	0	0	0	0	
- Marktwert Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0	0	0	0	0	0	0	
= Faire Marktkapitalisierung	417	342	260	295	530	571	624	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7	7	7	7	7	7	7	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	63,64	52,14	37,39	41,38	74,30	80,08	87,42	
Premium (-) / Discount (+) in %					-5,7 %	1,6 %	11,0 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	9,91 %	40,42	33,05	25,07	28,52	52,37	56,89	62,62
	8,91 %	45,08	36,89	28,00	31,84	58,04	62,89	69,03
	7,91 %	50,92	41,69	31,68	36,01	65,14	70,40	77,06
WACC	6,91 %	58,45	47,88	36,43	41,38	74,30	80,08	87,42
	5,91 %	68,53	56,17	42,78	48,57	86,56	93,04	101,28
	4,91 %	82,71	67,84	51,72	58,69	103,82	111,29	120,79
	3,91 %	104,15	85,48	65,24	73,99	129,89	138,86	150,28

- Nach Transformationsprozess von analog auf digital sollten zukünftig hohe Cash Flows generiert werden
- Deutliche Kurspotenzial trotz hoher Investitionen insbesondere für den Onlinedruck

Peer Group

Unternehmen Kurse in lokaler Wahrung	Kurs	EV / Umsatz		EV / EBITDA		EV / EBIT		KGV		EPS CAGR (15-18e)
		16e	16e	17e	16e	17e	16e	17e		
Mittelwert		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Median		-	-	-	-	-	-	-	-	-
CEWE	78,79	0,9	6,4	6,0	11,7	10,7	17,7	16,3	16,9 %	
Delta zum Median		-	-	-	-	-	-	-	-	-

Wertermittlung

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	1,6 x	1,6 x	2,1 x	2,0 x	2,9 x	2,7 x	2,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	12,27	14,84	18,56	18,64	19,87	21,72	23,82
EV / Umsatz	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,9 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA	3,6 x	4,1 x	5,4 x	5,2 x	6,4 x	6,0 x	5,6 x
EV / EBIT	8,3 x	9,5 x	11,0 x	10,6 x	11,7 x	10,7 x	9,7 x
EV / EBIT adj.*	8,3 x	9,5 x	11,0 x	10,6 x	11,7 x	10,7 x	9,7 x
Kurs / FCF	11,7 x	18,1 x	10,0 x	38,7 x	16,9 x	22,4 x	19,6 x
KGV	10,9 x	10,6 x	16,7 x	16,6 x	17,7 x	16,3 x	15,2 x
KGV ber.*	10,9 x	10,2 x	17,1 x	16,6 x	17,7 x	16,3 x	15,2 x
Dividendenrendite	4,6 %	4,2 %	3,0 %	3,0 %	2,3 %	2,4 %	2,5 %
Free Cash Flow Yield Potential	12,2 %	8,7 %	5,2 %	5,4 %	6,5 %	7,0 %	7,7 %

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
CEWE FOTOBÜCHER	5.581.000	5.768.000	5.929.000	6.048.000	6.250.000	6.350.000	6.500.000

GuV

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	507	536	524	554	593	615	643
Veränd. Umsatz yoy	8,1 %	5,7 %	-2,3 %	5,8 %	7,0 %	3,7 %	4,6 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	1	1	1	1	0	0	0
Gesamterlöse	508	538	525	555	593	615	643
Materialaufwand	186	190	163	162	172	178	185
Rohrertrag	323	348	362	393	421	437	458
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>63,6 %</i>	<i>64,8 %</i>	<i>69,2 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>71,2 %</i>
Personalaufwendungen	122	130	136	144	152	157	164
Sonstige betriebliche Erträge	30	25	21	20	22	22	21
Sonstige betriebliche Aufwendungen	164	175	182	194	204	212	222
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	66	67	66	75	86	89	93
<i>Marge</i>	<i>13,0 %</i>	<i>12,5 %</i>	<i>12,6 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>14,6 %</i>	<i>14,5 %</i>	<i>14,5 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	37	38	33	38	40	39	39
EBITA	29	29	33	37	47	50	54
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	29	29	33	37	47	50	54
<i>Marge</i>	<i>5,7 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>8,4 %</i>
EBIT adj.	29	29	33	37	47	50	54
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	3	2	1	1	1	1	1
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
EBT	27	27	31	36	46	50	54
<i>Marge</i>	<i>5,3 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>8,1 %</i>	<i>8,3 %</i>
Steuern gesamt	8	5	10	14	15	15	17
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	19	22	21	23	31	34	37
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	19	22	21	23	31	34	37
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	19	22	21	23	32	34	37
<i>Marge</i>	<i>3,7 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>5,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7	7	7	7	7	7	7
EPS	2,88	3,39	3,07	3,24	4,46	4,82	5,17
EPS adj.	2,88	3,51	3,00	3,24	4,46	4,82	5,17

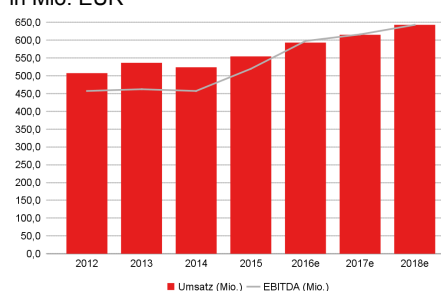
*Adjustiert um:

Guidance: 2016: Umsatz EUR 555-575 Mio.; EBIT EUR 40-46 Mio.; EPS EUR 4,00-4,57**Kennzahlen**

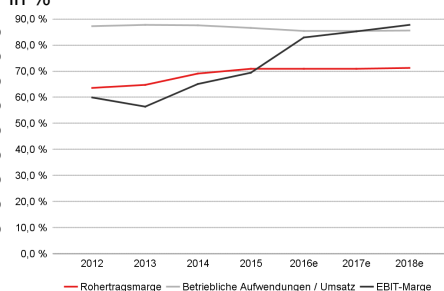
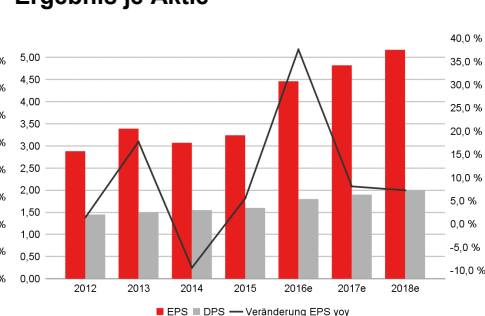
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,2 %	87,8 %	87,6 %	86,7 %	85,4 %	85,5 %	85,5 %
Operating Leverage	-0,4 x	-0,1 x	-5,5 x	2,2 x	4,0 x	1,8 x	1,7 x
EBITDA / Interest expenses	26,2 x	30,9 x	46,6 x	86,3 x	96,1 x	148,6 x	186,0 x
Steuerquote (EBT)	29,9 %	17,7 %	32,1 %	37,4 %	32,0 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	50,3 %	44,2 %	50,4 %	50,2 %	41,0 %	39,7 %	38,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	153.461	166.123	162.715	162.044	169.163	171.160	174.588

Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

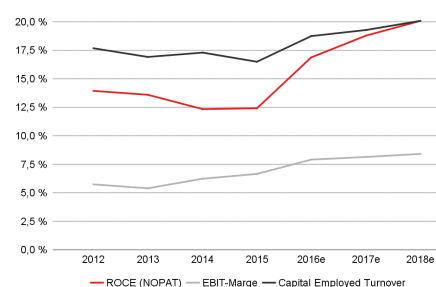
Quelle: Warburg Research

Bilanz

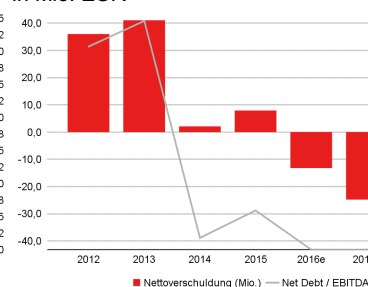
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	50	45	45	55	55	55	55
davon übrige imm. VG	22	20	19	17	17	17	17
davon Geschäfts- oder Firmenwert	29	25	25	37	37	37	37
Sachanlagen	101	99	103	109	109	110	111
Finanzanlagen	5	5	8	9	9	9	9
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	156	149	155	173	173	174	175
Vorräte	63	59	49	51	56	59	61
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	72	89	84	90	97	100	104
Liquide Mittel	13	14	28	22	43	54	69
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	19	23	23	20	20	19	19
Umlaufvermögen	167	185	184	183	215	232	252
Bilanzsumme (Aktiva)	324	334	340	356	388	406	427
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	19	19	19	19	19	19	19
Kapitalrücklage	56	57	69	70	70	70	70
Gewinnrücklagen	79	90	94	106	115	128	143
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-24	-23	-9	-7	-8	-8	-8
Buchwert	130	143	174	188	197	210	225
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	130	143	174	187	197	210	225
Rückstellungen gesamt	27	27	30	33	34	35	36
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	18	18	22	23	24	24	25
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	31	37	8	7	6	5	5
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	8	26	2	5	4	3	3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	102	101	96	91	114	118	123
Sonstige Verbindlichkeiten	32	26	32	38	38	39	39
Verbindlichkeiten	193	191	166	168	192	196	202
Bilanzsumme (Passiva)	324	334	340	356	388	406	427

Kennzahlen

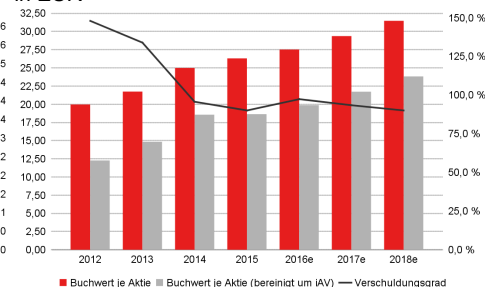
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,8 x	3,7 x	3,8 x	3,5 x	4,0 x	4,1 x	4,2 x
Capital Employed Turnover	3,0 x	2,9 x	3,0 x	2,8 x	3,2 x	3,3 x	3,5 x
ROA	12,1 %	14,9 %	13,7 %	13,4 %	18,4 %	19,8 %	21,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	13,9 %	13,6 %	12,3 %	12,4 %	16,9 %	18,8 %	20,1 %
ROE	15,0 %	16,3 %	13,5 %	12,8 %	16,6 %	16,9 %	17,0 %
Adj. ROE	15,0 %	16,9 %	13,2 %	12,8 %	16,6 %	16,9 %	17,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	36	41	2	8	-13	-25	-39
Nettofinanzverschuldung	18	23	-20	-15	-37	-49	-64
Net Gearing	27,6 %	28,8 %	1,2 %	4,2 %	-6,7 %	-11,8 %	-17,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	27,4 %	34,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	20,0	21,7	25,0	26,3	27,5	29,4	31,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	12,3	14,8	18,6	18,6	19,9	21,7	23,8

Entwicklung ROCE**Nettoverschuldung**

in Mio. EUR

**Buchwert je Aktie**

in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

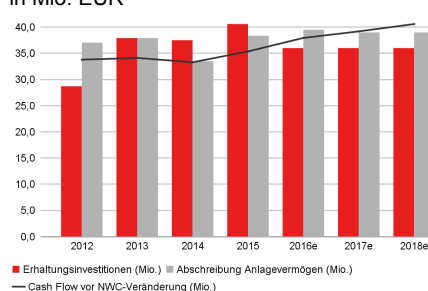
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	19	22	21	23	32	34	37
Abschreibung Anlagevermögen	37	38	33	38	40	39	39
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	6	0	4	1	1	1	1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3	0	0	0	-5	-5	-5
Cash Flow vor NWC-Veränderung	60	60	59	62	67	69	72
Veränderung Vorräte	-15	4	10	-2	-5	-3	-2
Veränderung Forderungen aus L+L	6	-17	4	-6	-7	-3	-4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	12	-1	-5	-5	23	4	5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-11	2	3	0	-5	-2	-2
Veränderung Working Capital (gesamt)	-8	-12	12	-13	6	-4	-3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	51	48	71	49	73	65	69
Investitionen in iAV	0	0	0	0	0	0	0
Investitionen in Sachanlagen	-34	-35	-35	-39	-40	-40	-40
Zugänge aus Akquisitionen	-24	0	0	-5	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	-1	-2	0	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	12	1	-6	0	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-46	-35	-43	-44	-40	-40	-40
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-14	-3	-26	-1	-1	-1	0
Dividende Vorjahr	-9	-9	-11	-11	-11	-13	-14
Erwerb eigener Aktien	0	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	-3	0	0	0	0
Sonstiges	0	0	25	0	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-23	-12	-14	-12	-12	-14	-14
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-18	1	14	-7	21	11	15
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	13	14	28	20	43	54	69

Kennzahlen

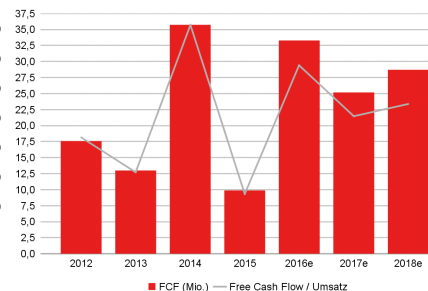
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	18	13	36	10	33	25	29
Free Cash Flow / Umsatz	3,5 %	2,4 %	6,8 %	1,8 %	5,6 %	4,1 %	4,5 %
Free Cash Flow Potential	29	24	19	21	36	38	40
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	93,3 %	58,3 %	167,3 %	42,8 %	104,4 %	73,0 %	77,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,5 %	2,2 %	1,2 %	1,7 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,1 %	6,3 %	6,3 %	12,0 %	14,5 %	11,6 %	11,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	6,7 %	6,6 %	6,8 %	7,1 %	6,7 %	6,5 %	6,2 %
Maint. Capex / Umsatz	5,7 %	7,1 %	7,2 %	7,3 %	6,1 %	5,9 %	5,6 %
CAPEX / Abschreibungen	91,2 %	93,0 %	105,9 %	102,7 %	101,3 %	102,6 %	102,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	6,7 %	7,4 %	8,0 %	7,9 %	7,5 %	6,5 %	6,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	70,6 %	87,8 %	87,7 %	99,5 %	85,1 %	84,7 %	84,6 %
Vorratumschlag	3,0 x	3,2 x	3,3 x	3,2 x	3,1 x	3,0 x	3,0 x
Receivables collection period (Tage)	52	60	59	60	60	59	59
Payables payment period (Tage)	201	194	216	205	242	241	242
Cash conversion cycle (Tage)	-60	-62	-88	-72	-104	-101	-103

Investitionen und Cash Flow

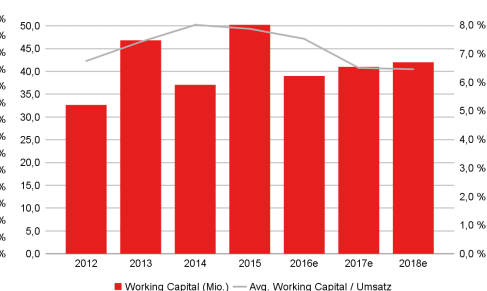
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („die Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958

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

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

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

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

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

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

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

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

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
CEWE	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005403901.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	118	61
Halten	64	33
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	193	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	27	73
Halten	7	19
Verkaufen	2	5
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	37	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CEWE] AM [23.02.2017]


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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

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

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

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

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

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

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

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

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

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

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

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

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

SALES TRADING

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

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

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

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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

Our research can be found under:

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

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

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

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