

<b>Buy</b>  <b>EUR 60,00</b>  Kurs <b>EUR 53,36</b> <b>Upside 12,4 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 60,06 FCF-Value Potential avg.: 63,91	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: CWC GR Reuters: CWCG ISIN: DE0005403901	<b>Beschreibung:</b> Europas führender industrieller Fotofinisher und Anbieter von individuellen Fotoprodukten
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 350 Aktienanzahl (Mio.): 7 EV: 378 Freefloat MC: 244 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 543,85	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 69,8 % Erbgem. Senator Neumüller 27,4 % CeWe Stiftung & Co. KGaA 2,8 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2014e Beta: 1,1 KBV: 2,6 x EK-Quote: 43 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,1 x Net Debt / EBITDA: 0,4 x

### Q3 im Rahmen, wichtig ist jedoch Q4; Modell überarbeitet

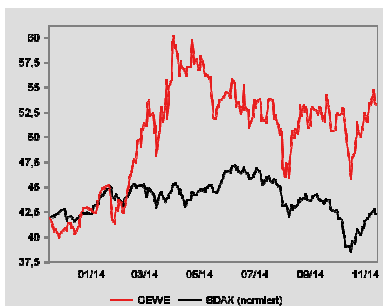
Berichtete Kennzahlen Q3/2014:										Kommentar zu den Kennzahlen:									
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q3 14	Q3 14e	Q3 13	yoy	9M 14	9M 14e	9M 13	yoy		<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Photofinishing</b> ist im Vergleich zur außergewöhnlich hohen Basis in Q3 2013 um nahezu 5% auf EUR 89,4 Mio. gewachsen (WRe: EUR 85,5 Mio.), was auch die kontinuierliche Geschäftsverlagerung in das vierte Quartal widerspiegelt</li> <li><b>Online Printing</b> ist in Q3 (Anlauf dieses Geschäfts) um ca. 11% auf EUR 16,1 Mio. gewachsen (WRe: EUR 16,6 Mio.). Das Q3 EBIT war nur leicht defizitär (EUR -0,7 Mio.), was auf die hohen Marketingaufwendungen für den Aufbau der Marke zurückzuführen ist. Der Q3 Umsatz im Einzelhandel ist aufgrund der Entkonsolidierung der Großhandelsaktivitäten wie erwartet auf EUR 16,3 Mio. (WRe: EUR 15,8 Mio.) gesunken.</li> </ul>									
<b>Umsatz</b>	122	120	124	-2 %	329	324	345	-5 %											
<b>EBIT</b>	3	4	6	-49 %	-4	-4	-4	n.a.											
<b>Marge</b>	2,6 %	3,1 %	5,0 %		-1,2 %	-1,1 %	-1,2 %												
<b>Nettoergebnis</b>	3	2	5	-43 %	-4	-5	-5	n.a.											
<b>Marge</b>	2,2 %	1,6 %	3,8 %		-1,4 %	-1,6 %	-1,6 %												
<b>EPS</b>	0,38	0,29	0,72	-47 %	-0,65	-0,76	-0,83	n.a.											

CEWE veröffentlichte gestern Morgen seine **Q3 2014 Zahlen**, die auf Umsatz- und Nettoergebnisniveau die Erwartungen leicht übertrafen und in Bezug auf das EBIT leicht unter den Schätzungen lagen. Der Q3 Umsatz ist um ca. 2% auf EUR 122 Mio. gefallen. Während das Umsatzvolumen im Online Printing und Retail leicht schwächer als erwartet ausgefallen ist, hat Photofinishing unsere Erwartungen übertrafen. Das ist jedoch überwiegend auf eine Bilanzierungsänderung zurückzuführen (CEWE hat seine Berichterstattung von Werbekostenzuschüssen standardisiert).

Die Anzahl der CEWE FOTOBÜCHER nach Q3 ist um ca. 5% auf 1,4 Mio. gestiegen (9M 2014: 3,4 Mio.; +3,6%). Im Gegensatz dazu ist die Anzahl digitaler Photos um 2,2% auf 567 Mio. leicht gefallen, Photos von Filmen sind um 24% auf 30 Mio. stark zurückgegangen. Nichtsdestotrotz ist der Umsatz je Photo aufgrund des wachsenden Anteil hochwertiger Mehrwertprodukte (z.B. Fotobücher, Kalender, Karten oder Wanddeko) um weitere 8,8% auf 14,98 Cents in Q3 und um 5,2% auf 15,04 Cents nach 9M gestiegen. Angesichts des etwas niedrigeren Umsatzes, ist das **Konzern-EBIT auf EUR 3,2 Mio. gesunken** (WRe: EUR 3,7 Mio.). Das ist auch auf die kontinuierliche Geschäftsverlagerung in das vierte Quartal, sowie höhere Marketingaufwendungen für Online Printing und das wichtige Weihnachtsgeschäft zurückzuführen.

**CEWE bekräftigte seine GJ 2014 Ziele**, da sich die ersten drei Quartale wie erwartet entwickelt haben. Folglich antizipiert das Unternehmen einen Umsatz zwischen EUR 525 Mio.-540 Mio., ein EBIT zwischen EUR 30 Mio. und EUR 36 Mio. (WRe: EUR 33,4 Mio.) und ein Nettoergebnis zwischen EUR 19 Mio. und EUR 23 Mio. (WRe: EUR 21,9 Mio.). Dennoch sollte man berücksichtigen, dass CEWE wahrscheinlich seinen antizipierten Umsatzkorridor leicht verfehlen wird, da der Umsatzeffekt aus der Aufgabe des Großhandels höher als ursprünglich erwartet ausfallen sollte. Da dieses Geschäft jedoch kaum zu den Ergebnissen beigetragen hat, sind wir zuversichtlich, dass CEWE sein GJ 2014 EBIT und die Nettoergebnisguidance erreichen wird. **Die Kaufempfehlung wird mit einem unveränderten Kursziel von EUR 60 und einem Kurspotenzial von 12% bekräftigt.**

Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir haben unsere Umsatzannahmen für dieses und die folgenden Geschäftsjahre gesenkt, da der Effekt durch den Verkauf des Großhandelsgeschäfts höher als ursprünglich erwartet ausfallen sollte</li> <li>Da dieses Geschäft kaum einen Beitrag zum Ergebnis geleistet hat, bekräftigen wir unsere Ergebnisschätzungen.</li> </ul>						
<b>Umsatz</b>	537	-2,4 %	551	-4,2 %	562	-3,9 %							
<b>EBIT</b>	34	-0,6 %	36	0,0 %	39	-0,3 %							
<b>Nettoergebnis</b>	22	-1,0 %	24	0,0 %	26	-0,5 %							

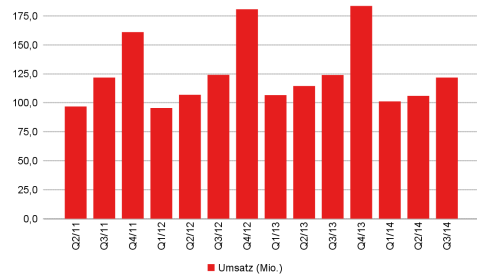


<b>Rel. Performance vs SDAX:</b>	
1 Monat:	3,1 %
6 Monate:	5,1 %
Jahresverlauf:	24,8 %
Letzte 12 Monate:	25,9 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	

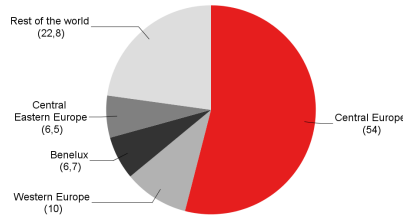
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	0,7 %	447	469	507	529	524	528	540
Veränd. Umsatz yoy		9,0 %	5,0 %	8,1 %	4,2 %	-0,9 %	0,8 %	2,2 %
<b>Rohermargemarge</b>		62,6 %	63,2 %	63,6 %	64,3 %	65,4 %	65,1 %	65,1 %
<b>EBITDA</b>	6,6 %	66	64	66	67	72	77	82
Marge		14,7 %	13,6 %	13,0 %	12,7 %	13,8 %	14,5 %	15,1 %
<b>EBIT</b>	9,9 %	28	30	29	29	33	36	39
Marge		6,3 %	6,4 %	5,7 %	5,6 %	6,4 %	6,8 %	7,2 %
<b>Nettoergebnis</b>	6,7 %	14	19	19	22	22	24	26
<b>EPS</b>	4,1 %	2,02	2,84	2,88	3,29	3,10	3,33	3,71
<b>EPS adj.</b>	2,1 %	2,02	2,84	2,88	3,42	3,03	3,26	3,64
<b>DPS</b>	8,2 %	1,25	1,40	1,45	1,50	1,60	1,75	1,90
Dividendenrendite		4,6 %	4,5 %	4,6 %	4,2 %	3,0 %	3,3 %	3,6 %
<b>FCFPS</b>		3,91	4,58	2,69	1,93	2,45	3,41	3,58
<b>EV / Umsatz</b>		0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
<b>EV / EBITDA</b>		3,1 x	3,3 x	3,6 x	4,0 x	5,6 x	5,1 x	4,7 x
<b>EV / EBIT</b>		7,2 x	6,9 x	8,3 x	9,2 x	12,1 x	11,0 x	9,8 x
<b>KGV</b>		13,5 x	10,9 x	10,9 x	10,9 x	17,2 x	16,0 x	14,4 x
<b>KGV ber.</b>		13,5 x	10,9 x	10,9 x	10,5 x	17,6 x	16,4 x	14,7 x
<b>FCF Yield Potential</b>		13,6 %	13,2 %	12,2 %	8,6 %	6,3 %	8,0 %	9,3 %
<b>Nettoverschuldung</b>		18	5	36	35	28	16	4
<b>ROE</b>		11,8 %	15,3 %	15,0 %	15,9 %	15,3 %	15,8 %	17,0 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		10,2 %	14,5 %	13,9 %	13,4 %	13,2 %	14,5 %	16,7 %
<b>Guidance:</b>		2014: Umsatz EUR 525-540 Mio.; EBIT EUR 30-36 Mio.; EPS EUR 2,84-3,45						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



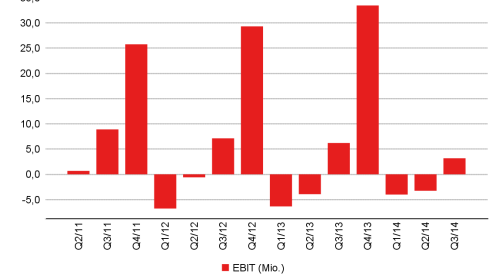
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

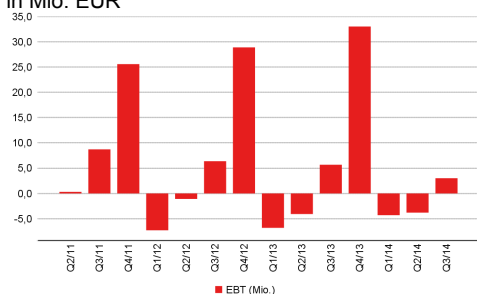
## Unternehmenshintergrund

- Mit einem Marktanteil von ca. 40% ist CEWE Europas größter industrieller Fotofinisher. Das Unternehmen entwickelt europaweit in 19 Fotolaboren in erster Linie Digitalfotos.
- Zudem vertreibt das Unternehmen personalisierbare Fotoprodukte und ist mit dem CEWE FOTOBUCH der bekannteste und erfolgreichste Hersteller von Fotobüchern
- In Skandinavien und Mittelosteuropa (Slowakei, Tschechien, Polen) verkauft CEWE in über 200 Einzelhandelsgeschäften außerdem Fotokameras und Zubehör.
- Mit ca. 34.000 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

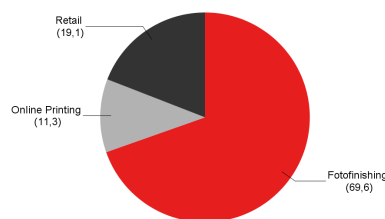
- CEWE differenziert sich durch die breiteste Vertriebsbasis aller industriellen Fotofinisher. Die daraus resultierende flächendeckende regionale Präsenz garantiert schnelle Marktanteilsgewinne
- CEWEs Vertriebsbasis mit über 34.000 Handelspartnern ist im Digitalmarkt ein signifikanter Wettbewerbsvorteil, 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



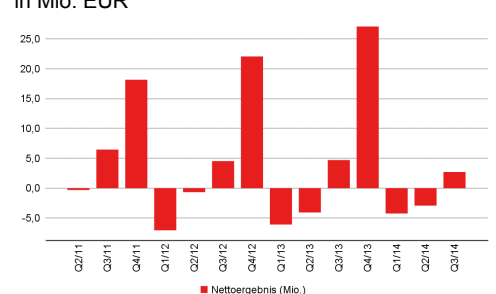
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	524	528	540	551	562	573	585	596	608	620	633	645	658	
Umsatzwachstum	-0,9 %	0,8 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	33	36	39	41	42	40	41	42	43	40	41	35	36	
EBIT-Marge	6,4 %	6,8 %	7,2 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	5,5 %	5,5 %	
Steuerquote (EBT)	31,1 %	30,9 %	29,6 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	23	25	27	29	29	28	29	29	30	28	29	25	25	
Abschreibungen	39	41	43	41	42	43	44	42	40	37	38	39	39	
Abschreibungsquote	7,4 %	7,8 %	7,9 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Veränd. Rückstellungen	1	1	1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	2	1	2	0	1	-2	1	-2	1	-2	1	-2	1	
- Investitionen	37	35	35	36	39	43	44	42	40	37	38	39	39	
Investitionsquote	7,1 %	6,6 %	6,5 %	6,5 %	7,0 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	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)	23	30	34	33	32	30	28	32	29	31	28	28	25	15
Barwert FCF	23	28	29	28	25	22	19	20	18	17	15	14	12	158
Anteil der Barwerte	18,94 %			44,18 %										36,88 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	55,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	4,9 %	Liquidität (Aktie)	1,10
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,10
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,00
		Sonstiges	1,10
<b>WACC</b>	<b>6,44 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,06</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2026e	270		
Terminal Value	158		
Zinstr. Verbindlichkeiten	30		
Pensionsrückstellungen	18		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	14	Aktienzahl (Mio.)	6,6
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>393</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>60,06</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,46</b>	7,4 %	49,48	50,13	50,84	51,61	52,45	53,38	54,42	<b>1,46</b>	7,4 %	35,30	40,73	46,17	51,61	57,04	62,48	67,92
<b>1,26</b>	6,9 %	52,75	53,57	54,46	55,45	56,54	57,75	59,11	<b>1,26</b>	6,9 %	37,56	43,53	49,49	55,45	61,41	67,37	73,33
<b>1,16</b>	6,7 %	54,59	55,51	56,52	57,64	58,89	60,29	61,86	<b>1,16</b>	6,7 %	38,85	45,11	51,38	57,64	63,91	70,18	76,44
<b>1,06</b>	6,4 %	56,58	57,62	58,78	<b>60,06</b>	61,50	63,12	64,95	<b>1,06</b>	6,4 %	40,25	46,85	53,46	<b>60,06</b>	66,67	73,27	79,88
<b>0,96</b>	6,2 %	58,75	59,94	61,26	62,74	64,41	66,30	68,46	<b>0,96</b>	6,2 %	41,79	48,77	55,76	62,74	69,72	76,71	83,69
<b>0,86</b>	5,9 %	61,14	62,49	64,02	65,73	67,67	69,90	72,48	<b>0,86</b>	5,9 %	43,50	50,91	58,32	65,73	73,14	80,55	87,96
<b>0,66</b>	5,4 %	66,67	68,49	70,54	72,90	75,63	78,82	82,61	<b>0,66</b>	5,4 %	47,55	56,00	64,45	72,90	81,35	89,80	98,25

- langfristige Wachstumsannahme auf Marktniveau - CEWE sollte aber schneller als der Markt wachsen
- Beta bei 1,15 trotz des sehr defensiven Geschäftsmodell
- Annahme von rückläufigen Margen 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 Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	14	19	19	22	22	24	26	
+ Abschreibung + Amortisation	38	33	37	38	39	41	43	
- Zinsergebnis (netto)	-2	-1	-2	-2	-2	-2	-2	
- Erhaltungsinvestitionen	26	26	29	38	37	35	35	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	<b>26</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	13,6 %	13,2 %	12,2 %	8,6 %	6,3 %	8,0 %	9,3 %	
WACC	6,44 %	6,44 %	6,44 %	6,44 %	6,44 %	6,44 %	6,44 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>204</b>	<b>207</b>	<b>241</b>	<b>270</b>	<b>405</b>	<b>393</b>	<b>381</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>430</b>	<b>424</b>	<b>456</b>	<b>360</b>	<b>396</b>	<b>486</b>	<b>551</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	16	16	16	16	10	-3	-16	
- Pensionsverbindlichkeiten	18	18	18	18	19	19	20	
- 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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>395</b>	<b>389</b>	<b>421</b>	<b>325</b>	<b>368</b>	<b>470</b>	<b>547</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7	7	7	7	7	7	7	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>60,33</b>	<b>59,41</b>	<b>64,28</b>	<b>49,61</b>	<b>56,12</b>	<b>71,70</b>	<b>83,54</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					5,2 %	34,4 %	56,6 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	9,44 %	39,49	38,86	42,18	32,17	36,92	48,13	56,82
	8,44 %	44,79	44,09	47,80	36,61	41,80	54,13	63,61
	7,44 %	51,52	50,72	54,93	42,23	48,00	61,73	72,24
WACC	<b>6,44 %</b>	<b>60,33</b>	<b>59,41</b>	<b>64,28</b>	<b>49,61</b>	<b>56,12</b>	<b>71,70</b>	<b>83,54</b>
	5,44 %	72,39	71,30	77,05	59,69	67,23	85,32	99,00
	4,44 %	89,86	88,53	95,58	74,31	83,34	105,08	121,41
	3,44 %	117,49	115,77	124,87	97,42	108,80	136,32	156,84

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

**Wertermittlung**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	1,5 x	1,7 x	1,6 x	1,7 x	2,6 x	2,5 x	2,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	14,01	15,17	12,27	14,49	14,20	15,03	15,83
EV / Umsatz	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
EV / EBITDA	3,1 x	3,3 x	3,6 x	4,0 x	5,6 x	5,1 x	4,7 x
EV / EBIT	7,2 x	6,9 x	8,3 x	9,2 x	12,1 x	11,0 x	9,8 x
EV / EBIT adj.*	7,2 x	6,9 x	8,3 x	9,2 x	12,1 x	11,0 x	9,8 x
Kurs / FCF	7,0 x	6,7 x	11,7 x	18,6 x	21,8 x	15,7 x	14,9 x
KGV	13,5 x	10,9 x	10,9 x	10,9 x	17,2 x	16,0 x	14,4 x
KGV ber.*	13,5 x	10,9 x	10,9 x	10,5 x	17,6 x	16,4 x	14,7 x
Dividendenrendite	4,6 %	4,5 %	4,6 %	4,2 %	3,0 %	3,3 %	3,6 %
Free Cash Flow Yield Potential	13,6 %	13,2 %	12,2 %	8,6 %	6,3 %	8,0 %	9,3 %
*Adjustiert um:	-						

**Unternehmensspezifische Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
CEWE FOTOBÜCHER	4.337.000	5.146.000	5.581.000	5.768.000	5.900.000	6.150.000	6.200.000

## GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>447</b>	<b>469</b>	<b>507</b>	<b>529</b>	<b>524</b>	<b>528</b>	<b>540</b>
Veränd. Umsatz yoy	9,0 %	5,0 %	8,1 %	4,2 %	-0,9 %	0,8 %	2,2 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	1	1	1	1	1	0	0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>448</b>	<b>470</b>	<b>508</b>	<b>530</b>	<b>525</b>	<b>528</b>	<b>540</b>
Materialaufwand	169	174	186	190	182	184	188
<b>Rohrertrag</b>	<b>280</b>	<b>296</b>	<b>323</b>	<b>340</b>	<b>343</b>	<b>344</b>	<b>352</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>62,6 %</i>	<i>63,2 %</i>	<i>63,6 %</i>	<i>64,3 %</i>	<i>65,4 %</i>	<i>65,1 %</i>	<i>65,1 %</i>
Personalaufwendungen	102	109	122	130	128	128	129
Sonstige betriebliche Erträge	25	23	30	25	26	26	26
Sonstige betriebliche Aufwendungen	136	147	164	167	168	165	168
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>66</b>	<b>64</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>72</b>	<b>77</b>	<b>82</b>
<i>Marge</i>	<i>14,7 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>13,8 %</i>	<i>14,5 %</i>	<i>15,1 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	36	32	37	38	39	41	43
<b>EBITA</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>39</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2	1	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>39</b>
<i>Marge</i>	<i>6,3 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>7,2 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>36</b>	<b>39</b>
Zinserträge	1	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	2	1	3	2	2	2	2
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBT</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>37</b>
<i>Marge</i>	<i>5,9 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>6,4 %</i>	<i>6,9 %</i>
Steuern gesamt	13	11	8	6	10	11	11
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>26</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>26</b>
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>26</b>
<i>Marge</i>	<i>3,1 %</i>	<i>4,0 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>4,4 %</i>	<i>4,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7	7	7	7	7	7	7
<b>EPS</b>	<b>2,02</b>	<b>2,84</b>	<b>2,88</b>	<b>3,29</b>	<b>3,10</b>	<b>3,33</b>	<b>3,71</b>
EPS adj.	2,02	2,84	2,88	3,42	3,03	3,26	3,64

\*Adjustiert um:

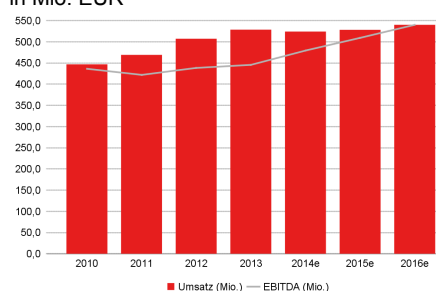
**Guidance: 2014: Umsatz EUR 525-540 Mio.; EBIT EUR 30-36 Mio.; EPS EUR 2,84-3,45**

## Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	85,6 %	86,6 %	87,2 %	87,5 %	86,3 %	85,5 %	84,9 %
Operating Leverage	5,6 x	1,4 x	-0,4 x	0,2 x	-16,0 x	8,9 x	4,0 x
EBITDA / Interest expenses	27,2 x	45,3 x	26,2 x	36,4 x	38,1 x	38,4 x	37,1 x
Steuerquote (EBT)	48,0 %	36,3 %	29,9 %	22,3 %	31,1 %	30,9 %	29,6 %
Ausschüttungsquote	62,0 %	49,3 %	50,3 %	45,6 %	51,6 %	52,6 %	51,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	162.947	166.151	153.461	156.029	150.908	148.407	148.022

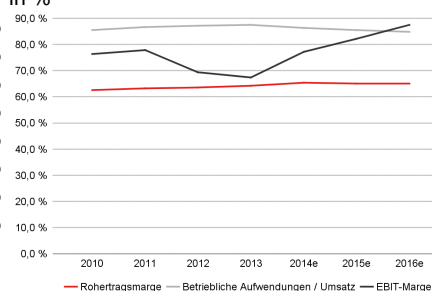
## Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

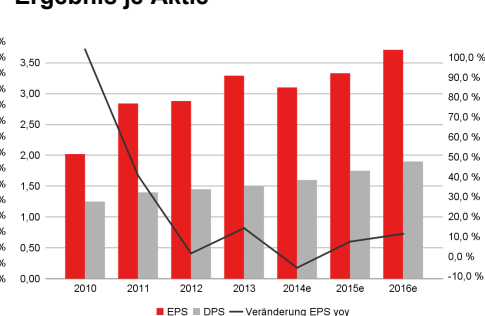


## Operative Performance

in %



## Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

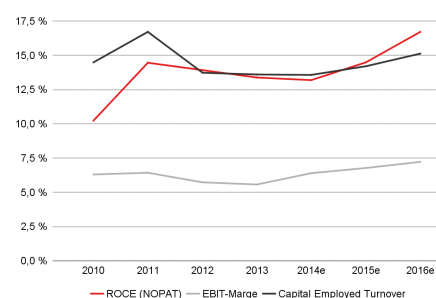
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	25	22	50	45	45	45	45
davon übrige imm. VG	16	13	22	20	20	20	20
davon Geschäfts- oder Firmenwert	9	9	29	25	25	25	25
Sachanlagen	80	79	101	99	97	91	83
Finanzanlagen	5	5	5	5	5	5	5
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>111</b>	<b>106</b>	<b>156</b>	<b>149</b>	<b>147</b>	<b>141</b>	<b>134</b>
Vorräte	50	48	63	59	63	64	67
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	72	78	72	89	86	87	89
Liquide Mittel	23	31	13	14	20	32	45
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	31	27	19	20	20	19	19
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>177</b>	<b>183</b>	<b>167</b>	<b>182</b>	<b>189</b>	<b>202</b>	<b>219</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>288</b>	<b>290</b>	<b>324</b>	<b>332</b>	<b>336</b>	<b>344</b>	<b>353</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	19	19	19	19	19	19	19
Kapitalrücklage	56	56	56	57	57	57	57
Gewinnrücklagen	63	71	79	88	94	100	106
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-18	-24	-24	-23	-24	-24	-25
Buchwert	121	121	130	140	146	152	157
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>121</b>	<b>121</b>	<b>130</b>	<b>140</b>	<b>146</b>	<b>152</b>	<b>157</b>
Rückstellungen gesamt	24	25	27	28	29	29	29
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	11	12	18	18	19	19	20
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	31	24	31	30	30	29	28
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	7	7	8	26	26	25	25
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	83	90	102	101	100	101	104
Sonstige Verbindlichkeiten	29	29	32	32	32	33	34
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>167</b>	<b>168</b>	<b>193</b>	<b>191</b>	<b>190</b>	<b>192</b>	<b>196</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>288</b>	<b>290</b>	<b>324</b>	<b>332</b>	<b>336</b>	<b>344</b>	<b>353</b>

**Kennzahlen**

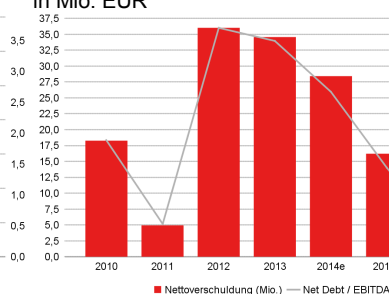
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,7 x	4,1 x	3,8 x	3,6 x	3,6 x	3,8 x	4,0 x
Capital Employed Turnover	3,2 x	3,7 x	3,0 x	3,0 x	3,0 x	3,1 x	3,4 x
ROA	12,4 %	17,5 %	12,1 %	14,5 %	14,9 %	16,6 %	19,6 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	10,2 %	14,5 %	13,9 %	13,4 %	13,2 %	14,5 %	16,7 %
ROE	11,8 %	15,3 %	15,0 %	15,9 %	15,3 %	15,8 %	17,0 %
Adj. ROE	11,8 %	15,3 %	15,0 %	16,6 %	15,0 %	15,5 %	16,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	18	5	36	35	28	16	4
Nettofinanzverschuldung	7	-7	18	16	10	-3	-16
Net Gearing	15,1 %	4,1 %	27,6 %	24,6 %	19,5 %	10,7 %	2,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	11,2 %	n.a.	27,4 %	24,2 %	13,3 %	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	17,7	18,5	20,0	21,4	20,6	21,5	22,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	14,0	15,2	12,3	14,5	14,2	15,0	15,8

**Entwicklung ROCE**

Quelle: Warburg Research

**Nettoverschuldung**

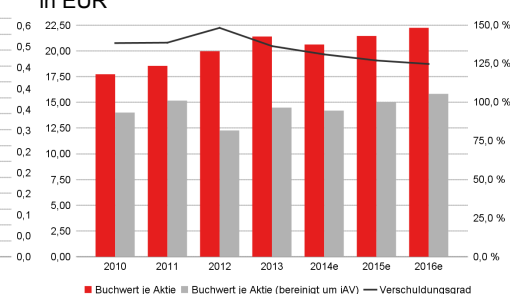
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**Buchwert je Aktie**

in EUR



Quelle: Warburg Research

**Cash flow**

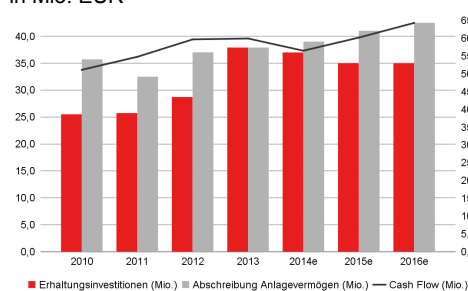
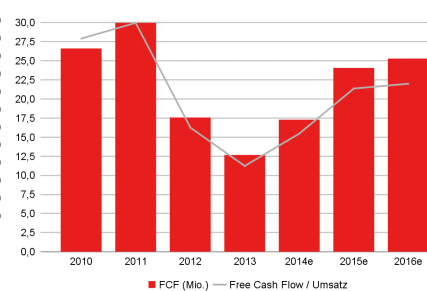
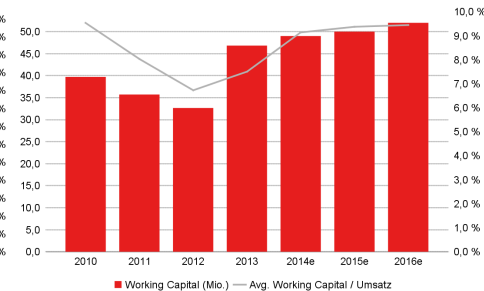
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	14	19	19	22	22	24	26
Abschreibung Anlagevermögen	36	32	37	38	39	41	43
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2	1	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0	1	6	0	1	1	1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0	2	-3	0	-5	-5	-5
<b>Cash Flow</b>	<b>51</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>56</b>	<b>60</b>	<b>64</b>
Veränderung Vorräte	2	2	-15	4	-4	-1	-3
Veränderung Forderungen aus L+L	-5	-6	6	-17	3	-1	-2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	9	8	12	-1	-1	1	3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-4	1	-11	2	0	0	-2
Veränderung Working Capital (gesamt)	2	5	-8	-12	-2	-1	-4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>51</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>60</b>
Investitionen in iAV	-4	0	0	0	0	0	0
Investitionen in Sachanlagen	-22	-30	-34	-35	-37	-35	-35
Zugänge aus Akquisitionen	-1	0	-24	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	0	-1	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	0	0	12	1	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-27</b>	<b>-30</b>	<b>-46</b>	<b>-35</b>	<b>-37</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2	-7	-14	-3	-1	-1	-1
Dividende Vorjahr	-7	-8	-9	-9	-11	-11	-12
Erwerb eigener Aktien	-1	-7	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0	0	0
Sonstiges	-2	-1	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-11</b>	<b>-23</b>	<b>-23</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>
Veränderung liquide Mittel	15	8	-18	1	6	12	12
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>20</b>	<b>32</b>	<b>45</b>

**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	27	30	18	13	17	24	25
Free Cash Flow / Umsatz	6,0 %	6,4 %	3,5 %	2,4 %	3,3 %	4,6 %	4,7 %
Free Cash Flow Potential	28	27	29	23	26	31	36
Free Cash Flow / Umsatz	6,0 %	6,4 %	3,5 %	2,4 %	3,3 %	4,6 %	4,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	194,0 %	161,3 %	93,3 %	58,7 %	78,9 %	102,4 %	96,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,1 %	1,7 %	1,5 %	2,1 %	1,8 %	0,8 %	1,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	7,7 %	5,1 %	9,1 %	6,0 %	6,3 %	6,8 %	7,7 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	5,9 %	6,5 %	6,7 %	6,7 %	7,1 %	6,6 %	6,5 %
Maint. Capex / Umsatz	5,7 %	5,5 %	5,7 %	7,2 %	7,1 %	6,6 %	6,5 %
CAPEX / Abschreibungen	69,9 %	90,4 %	91,2 %	93,0 %	94,9 %	85,4 %	82,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	9,5 %	8,0 %	6,7 %	7,5 %	9,1 %	9,4 %	9,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	87,2 %	86,3 %	70,6 %	87,8 %	86,0 %	86,1 %	85,6 %
Vorratumschlag	3,4 x	3,6 x	3,0 x	3,2 x	2,9 x	2,9 x	2,8 x
Receivables collection period (Tage)	59	61	52	61	60	60	60
Payables payment period (Tage)	179	190	201	194	201	200	201
Cash conversion cycle (Tage)	-52	-72	-60	-61	-53	-52	-50

**Investitionen und Cash Flow**

in Mio. EUR


**Free Cash Flow Generation**

**Working Capital**


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research



## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

## URHEBERRECHTE

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

## ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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

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

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

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

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

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

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

## QUELLEN

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

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

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

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	60
Halten	64	34
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>188</b>	<b>100</b>

**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	93	63
Halten	46	31
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	4	3
<b>Gesamt</b>	<b>147</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CEWE] AM [14.11.2014]**


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

**EQUITIES**

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

**RESEARCH**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**SALES TRADING**

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

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

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

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

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

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

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

**MACRO RESEARCH**

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

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

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

**Our research can be found under:**

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

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

**For access please contact:**

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

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