

Buy EUR 70,00 Kurs EUR 57,81 Upside 21,1 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 70,84 FCF-Value Potential avg.: 76,59	Aktien Daten: Bloomberg: CWC GR Reuters: CWCG ISIN: DE0005403901	Beschreibung: Europas führender industrieller Fotofinisher und Anbieter von individuellen Fotoprodukten
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 379 Aktienanzahl (Mio.): 7 EV: 379 Freefloat MC: 264 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 849,76	Aktionäre: Freefloat: 69,8 % Erbgem. Senator Neumüller: 27,4 % CeWe Stiftung & Co. KGaA: 2,8 %	Risikoprofil (WRe): 2015e Beta: 1,1 KBV: 2,2 x EK-Quote: 52 % Net Debt / EBITDA: 0,0 x

Q1 2015 berichtet – untergeordnete Bedeutung & im Rahmen der Erwartungen

Berichtete Kennzahlen Q1/2015: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.				Kommentar zu den Kennzahlen:			
	Q1 15	Q1 15e	Q1 14	yoy	15e	14	yoy
Umsatz	107	106	103	4 %	528	524	1 %
EBIT	-3	-4	-4	n.a.	36	33	11 %
Marge	-3,3 %	-3,3 %	-4,1 %		6,8 %	6,2 %	
Nettoergebnis	-4	-4	-4	n.a.	24	21	11 %
Marge	-3,4 %	-3,4 %	-4,1 %		4,5 %	4,1 %	
EPS	-0,51	-0,51	-0,64	n.a.	3,37	3,07	10 %

■ Der Q1 Umsatz ist um knapp 4% auf EUR 107 Mio. gestiegen, was auf zwei gegensätzliche Effekte zurückzuführen ist. Einerseits verzeichnete CEWE eine anhaltende positive Performance im Segment **PHOTOFINISHING** (Q1 Umsatz: +7,5% auf EUR 75,5 Mio.). Darüber hinaus ist das Segment **Online Printing** um 9,5% auf EUR 17,9 Mio. gewachsen (Anlauf des Geschäfts)
 ■ Andererseits ist das Segment **Retail** angesichts der Einstellung des Großhandelsgeschäfts (Q1 Umsatz: EUR 13,4 Mio.; -18%) deutlich unter das Vorjahresniveau gesunken

CEWE hat heute Morgen seine Q1 2015 Zahlen berichtet, die vollkommen im Rahmen unserer Erwartungen lagen. Eine Telefonkonferenz fand heute bereits um 10 Uhr MEZ statt.

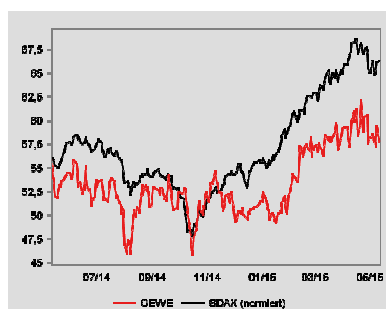
Das erste Quartal ist normalerweise von untergeordneter Bedeutung, da CEWE angesichts der Art des Geschäfts sein vollständiges Gesamtjahres-EBIT (oder sogar mehr) im vierten Quartal generiert. **Der Q1 Umsatz ist um knapp 4% auf EUR 107 Mio. gestiegen**, angetrieben durch solide Wachstumsraten in den Segmenten PHOTOFINISHING und Online Printing.

Typische saisonale Effekte führten im ersten Quartal zum erwarteten negativen Ergebnisbeitrag. Folglich lag das **Q1 2015 EBIT bei EUR -3,5 Mio.**, was im Vergleich zu Q1 2014 (EUR -4,2 Mio.) eine leichte Verbesserung darstellt. Diese wurde überwiegend durch die antizipierte solide Performance im Segment PHOTOFINISHING angetrieben, in dem die Verluste von EUR -2,3 Mio. in Q1 2014 auf EUR -1,1 Mio. reduziert wurden. Darüber hinaus sollte betont werden, dass das **Konzern-EBIT negative Sondereffekte von EUR 1 Mio.** für die Schließung des Callcenters in Dresden, sowie die Restrukturierung des Einzelhandels in Polen umfasste.

CEWE hat im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2015 1,16 Mio. CEWE PHOTOBOOKS verkauft, was lediglich einem leichten Anstieg von 1,6% entspricht. Nichtsdestotrotz **ist der Umsatz je Photo auf 16,25 Eurocent** (+8,6 im Vergleich zu Q1 2014) erneut deutlich gestiegen und deutet damit auf den anhaltenden Wechsel zur Marke CEWE und Mehrwertprodukten.

Da der Start des Unternehmens in das Jahr den Erwartungen entsprochen hat, **bekräftigte CEWE seine Gesamtjahresguidance** und antizipiert folglich einen GJ 2015 Umsatz von EUR 515-535 Mio., ein EBIT zwischen EUR 32-38 Mio., sowie ein EPS zwischen EUR 2,87-3,45.

Obwohl die heutigen Zahlen kein wirklicher Indikator für die Gesamtjahresentwicklung des Unternehmens sind, befindet sich das Unternehmen unserer Ansicht nach auf einem guten Weg die GJ 2015 Guidance angesichts des hervorragenden Management Track Record der jüngsten Jahre zu erreichen. Folglich **bekräftigen wir unsere aktuellen Modellannahmen und unser Kursziel von EUR 70**, was auf ein weiteres Kurspotenzial von über 20% deutet. **Die Kaufempfehlung wird bekräftigt.**



Rel. Performance vs SDAX:

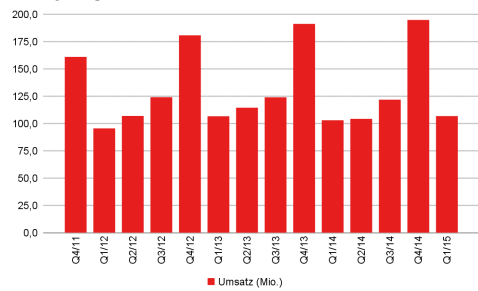
1 Monat:	-0,5 %
6 Monate:	-18,1 %
Jahresverlauf:	-7,2 %
Letzte 12 Monate:	-14,9 %

Unternehmenstermine:

03.06.15	AGM
11.08.15	Q2
12.11.15	Q3

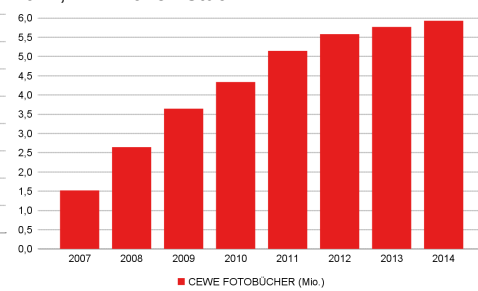
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	1,6 %	469	507	536	524	528	540	550
Veränd. Umsatz yoy		5,0 %	8,1 %	5,7 %	-2,3 %	0,8 %	2,2 %	1,9 %
Rohertragsmarge		63,2 %	63,6 %	64,8 %	69,2 %	69,0 %	69,1 %	69,3 %
EBITDA	9,7 %	64	66	67	66	73	79	87
Marge		13,6 %	13,0 %	12,5 %	12,6 %	13,8 %	14,7 %	15,9 %
EBIT	12,4 %	30	29	29	33	36	39	46
Marge		6,4 %	5,7 %	5,4 %	6,2 %	6,8 %	7,3 %	8,4 %
Nettoergebnis	16,2 %	19	19	22	21	24	26	34
EPS	15,7 %	2,84	2,88	3,39	3,07	3,37	3,73	4,75
EPS adj.	16,0 %	2,84	2,88	3,51	3,00	3,29	3,66	4,68
DPS	7,0 %	1,40	1,45	1,50	1,55	1,75	1,90	1,90
Dividendenrendite		4,5 %	4,6 %	4,2 %	3,0 %	3,0 %	3,3 %	3,3 %
FCFPS		4,58	2,69	1,98	5,14	1,91	2,84	4,56
EV / Umsatz		0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
EV / EBITDA		3,3 x	3,6 x	4,1 x	5,4 x	5,6 x	5,1 x	4,4 x
EV / EBIT		6,9 x	8,3 x	9,5 x	11,0 x	11,3 x	10,3 x	8,3 x
KGV		10,9 x	10,9 x	10,6 x	16,7 x	17,2 x	15,5 x	12,2 x
KGV ber.		10,9 x	10,9 x	10,2 x	17,1 x	17,6 x	15,8 x	12,4 x
FCF Yield Potential		13,2 %	12,2 %	8,7 %	5,7 %	6,7 %	8,3 %	10,8 %
Nettoverschuldung		5	36	41	2	0	-7	-25
ROE		15,3 %	15,0 %	16,3 %	13,5 %	13,3 %	14,1 %	17,3 %
ROCE (NOPAT)		14,5 %	13,9 %	13,6 %	12,3 %	13,9 %	15,1 %	19,6 %
Guidance:		2015: Umsatz EUR 515-535 Mio.; EBIT EUR 32-38 Mio.; EPS EUR 2,87-3,45						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



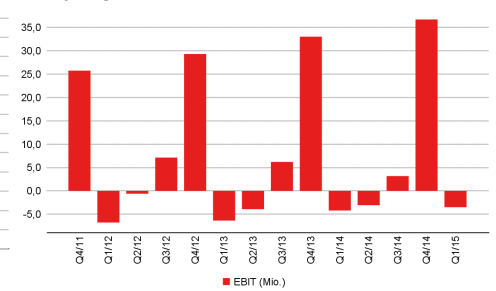
Quelle: Warburg Research

Anzahl CEWE FOTOBUCHER
2014; in Millionen Stück



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

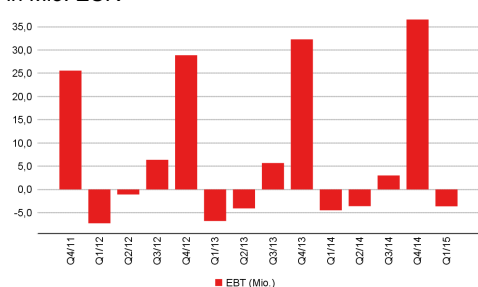
Unternehmenshintergrund

- Mit einem Marktanteil von ca. 40% ist CEWE Europas größter industrieller Fotofinisher. Das Unternehmen entwickelt europaweit in 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

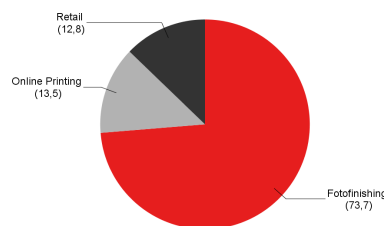
- CEWE differenziert sich durch die breiteste Vertriebsbasis aller industriellen Fotofinisher. Die daraus resultierende flächendeckende regionale Präsenz garantiert schnelle Marktanteilsgewinne
- CEWEs Vertriebsbasis mit über 34.000 Handelspartnern ist im Digitalmarkt ein signifikanter Wettbewerbsvorteil,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



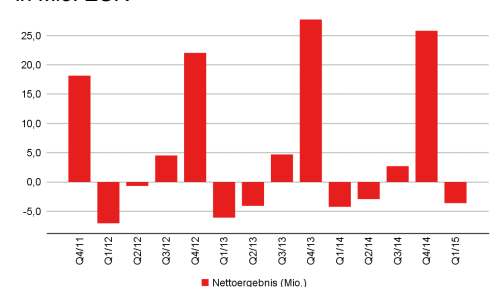
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2014; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	528	540	550	561	572	584	595	607	619	632	644	657	670	
Umsatzwachstum	0,8 %	2,2 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	36	39	46	45	43	41	42	43	43	41	42	36	37	
EBIT-Marge	6,8 %	7,3 %	8,4 %	8,0 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	6,5 %	6,5 %	5,5 %	5,5 %	
Steuerquote (EBT)	30,6 %	29,4 %	24,7 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	25	28	35	31	30	29	29	30	30	29	29	25	26	
Abschreibungen	37	40	41	42	43	44	45	43	40	38	39	39	40	
Abschreibungsquote	7,0 %	7,4 %	7,5 %	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	-4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	13	2	1	0	1	-2	1	-2	1	-2	1	-2	1	
- Investitionen	35	35	35	36	40	44	45	43	40	38	39	39	40	
Investitionsquote	6,6 %	6,5 %	6,4 %	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)	15	31	41	32	32	31	29	32	30	31	29	28	25	17
Barwert FCF	14	29	35	26	25	22	19	21	18	18	15	14	12	199
Anteil der Barwerte	16,64 %			40,75 %										42,61 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	55,00 %	Finanzielle Stabilität	1,10
FK-Zins (nach Steuern)	4,9 %	Liquidität (Aktie)	1,10
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,10
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,10
		Sonstiges	1,10
WACC	6,09 %	Beta	1,10

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	268		
Terminal Value	199		
Zinstr. Verbindlichkeiten	8		
Pensionsrückstellungen	22		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	28	Aktienzahl (Mio.)	6,6
Eigenkapitalwert	464	Wert je Aktie (EUR)	70,84

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
1,50	7,1 %	57,24	58,09	59,01	60,02	61,14	62,38	63,76	1,50	7,1 %	42,85	48,57	54,30	60,02	65,75	71,47	77,20
1,30	6,6 %	61,31	62,39	63,57	64,89	66,35	68,00	69,86	1,30	6,6 %	45,88	52,22	58,55	64,89	71,22	77,56	83,89
1,20	6,3 %	63,62	64,84	66,20	67,71	69,40	71,31	73,50	1,20	6,3 %	47,63	54,32	61,01	67,71	74,40	81,09	87,78
1,10	6,1 %	66,14	67,54	69,09	70,84	72,81	75,06	77,64	1,10	6,1 %	49,56	56,65	63,75	70,84	77,93	85,02	92,12
1,00	5,8 %	68,92	70,52	72,32	74,35	76,67	79,33	82,42	1,00	5,8 %	51,71	59,26	66,81	74,35	81,90	89,44	96,99
0,90	5,6 %	71,99	73,84	75,93	78,32	81,06	84,24	87,99	0,90	5,6 %	54,13	62,20	70,26	78,32	86,38	94,44	102,50
0,70	5,1 %	79,24	81,77	84,68	88,06	92,04	96,78	102,53	0,70	5,1 %	60,03	69,37	78,72	88,06	97,40	106,75	116,09

- langfristige Wachstumsannahme auf Marktniveau - CEWE sollte aber schneller als der Markt wachsen
- Beta bei 1,1 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 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.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	19	19	22	21	24	26	34	
+ Abschreibung + Amortisation	33	37	38	33	37	40	41	
- Zinsergebnis (netto)	-1	-2	-2	-1	-2	-2	-2	
- Erhaltungsinvestitionen	26	29	38	35	35	35	35	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
= Free Cash Flow Potential	27	29	24	21	28	33	41	
Free Cash Flow Yield Potential	13,2 %	12,2 %	8,7 %	5,7 %	6,7 %	8,3 %	10,8 %	
WACC	6,09 %	6,09 %	6,09 %	6,09 %	6,09 %	6,09 %	6,09 %	
= Enterprise Value (EV)	207	241	276	359	409	402	383	
= Fair Enterprise Value	448	482	396	338	453	544	678	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-20	-20	-20	-20	-22	-30	-49	
- Pensionsverbindlichkeiten	22	22	22	22	23	23	24	
- 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	446	480	394	335	452	551	703	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7	7	7	7	7	7	7	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	68,09	73,24	60,19	51,20	69,06	84,12	107,36	
Premium (-) / Discount (+) in %					19,5 %	45,5 %	85,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	9,09 %	45,52	48,97	40,23	34,20	46,27	56,71	73,19
	8,09 %	51,19	55,06	45,24	38,47	51,99	63,59	81,76
	7,09 %	58,45	62,87	51,66	43,94	59,32	72,41	92,76
WACC	6,09 %	68,09	73,24	60,19	51,20	69,06	84,12	107,36
	5,09 %	81,53	87,68	72,07	61,32	82,63	100,44	127,69
	4,09 %	101,53	109,19	89,76	76,38	102,83	124,73	157,97
	3,09 %	134,46	144,60	118,89	101,19	136,10	164,72	207,82

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

Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	1,7 x	1,6 x	1,6 x	2,1 x	2,2 x	2,2 x	2,0 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	15,17	12,27	14,84	18,56	19,88	20,25	21,91
EV / Umsatz	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
EV / EBITDA	3,3 x	3,6 x	4,1 x	5,4 x	5,6 x	5,1 x	4,4 x
EV / EBIT	6,9 x	8,3 x	9,5 x	11,0 x	11,3 x	10,3 x	8,3 x
EV / EBIT adj.*	6,9 x	8,3 x	9,5 x	11,0 x	11,3 x	10,3 x	8,3 x
Kurs / FCF	6,7 x	11,7 x	18,1 x	10,0 x	30,3 x	20,4 x	12,7 x
KGV	10,9 x	10,9 x	10,6 x	16,7 x	17,2 x	15,5 x	12,2 x
KGV ber.*	10,9 x	10,9 x	10,2 x	17,1 x	17,6 x	15,8 x	12,4 x
Dividendenrendite	4,5 %	4,6 %	4,2 %	3,0 %	3,0 %	3,3 %	3,3 %
Free Cash Flow Yield Potential	13,2 %	12,2 %	8,7 %	5,7 %	6,7 %	8,3 %	10,8 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
CEWE FOTOBÜCHER	5.146.000	5.581.000	5.768.000	5.929.000	6.050.000	6.200.000	6.250.000

GuV

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	469	507	536	524	528	540	550
Veränd. Umsatz yoy	5,0 %	8,1 %	5,7 %	-2,3 %	0,8 %	2,2 %	1,9 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	1	1	1	1	0	0	0
Gesamterlöse	470	508	538	525	528	540	550
Materialaufwand	174	186	190	163	164	167	169
Rohertrag	296	323	348	362	364	373	381
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>63,2 %</i>	<i>63,6 %</i>	<i>64,8 %</i>	<i>69,2 %</i>	<i>69,0 %</i>	<i>69,1 %</i>	<i>69,3 %</i>
Personalaufwendungen	109	122	130	136	136	136	137
Sonstige betriebliche Erträge	23	30	25	21	22	23	24
Sonstige betriebliche Aufwendungen	147	164	175	182	177	181	180
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	64	66	67	66	73	79	87
<i>Marge</i>	<i>13,6 %</i>	<i>13,0 %</i>	<i>12,5 %</i>	<i>12,6 %</i>	<i>13,8 %</i>	<i>14,7 %</i>	<i>15,9 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	32	37	38	33	37	40	41
EBITA	31	29	29	33	36	39	46
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1	0	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	30	29	29	33	36	39	46
<i>Marge</i>	<i>6,4 %</i>	<i>5,7 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>8,4 %</i>
EBIT adj.	30	29	29	33	36	39	46
Zinserträge	0	0	0	0	0	0	0
Zinsaufwendungen	1	3	2	1	2	2	2
Sonstiges Finanzergebnis	0	0	0	0	0	0	0
EBT	29	27	27	31	34	37	45
<i>Marge</i>	<i>6,2 %</i>	<i>5,3 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,5 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>8,1 %</i>
Steuern gesamt	11	8	5	10	11	11	11
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	19	19	22	21	24	26	34
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	19	19	22	21	24	26	34
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
Nettoergebnis	19	19	22	21	24	26	34
<i>Marge</i>	<i>4,0 %</i>	<i>3,7 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,5 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>6,1 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7	7	7	7	7	7	7
EPS	2,84	2,88	3,39	3,07	3,37	3,73	4,75
EPS adj.	2,84	2,88	3,51	3,00	3,29	3,66	4,68

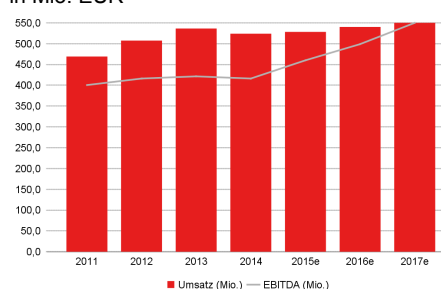
*Adjustiert um:

Guidance: 2015: Umsatz EUR 515-535 Mio.; EBIT EUR 32-38 Mio.; EPS EUR 2,87-3,45**Kennzahlen**

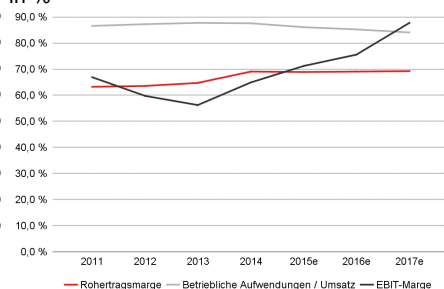
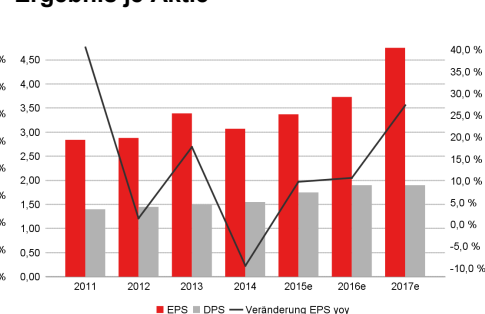
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	86,6 %	87,2 %	87,8 %	87,6 %	86,2 %	85,3 %	84,1 %
Operating Leverage	1,4 x	-0,4 x	-0,1 x	-5,5 x	12,5 x	3,8 x	9,9 x
EBITDA / Interest expenses	45,3 x	26,2 x	30,9 x	46,6 x	36,5 x	36,0 x	39,7 x
Steuerquote (EBT)	36,3 %	29,9 %	17,7 %	32,1 %	30,6 %	29,4 %	24,7 %
Ausschüttungsquote	49,3 %	50,3 %	44,2 %	50,4 %	52,0 %	50,9 %	40,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	166.151	153.461	158.296	150.844	148.407	148.022	147.086

Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

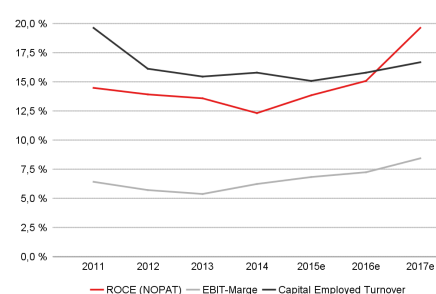
Quelle: Warburg Research

Bilanz

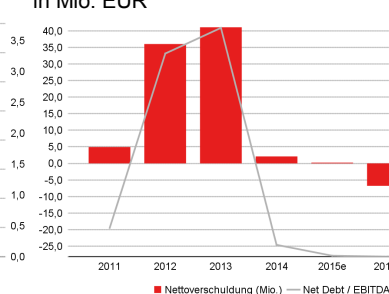
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	22	50	45	45	45	45	45
davon übrige imm. VG	13	22	20	19	19	19	19
davon Geschäfts- oder Firmenwert	9	29	25	25	25	25	25
Sachanlagen	79	101	99	103	101	96	90
Finanzanlagen	5	5	5	8	8	8	8
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
Anlagevermögen	106	156	149	155	153	148	142
Vorräte	48	63	59	49	64	67	68
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	78	72	89	84	87	89	90
Liquide Mittel	31	13	14	28	27	34	53
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	27	19	23	23	23	22	22
Umlaufvermögen	183	167	185	184	200	212	232
Bilanzsumme (Aktiva)	290	324	334	340	354	361	375
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	19	19	19	19	19	19	19
Kapitalrücklage	56	56	57	69	69	69	69
Gewinnrücklagen	71	79	90	94	105	108	120
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-24	-24	-23	-9	-9	-9	-9
Buchwert	121	130	143	174	185	188	199
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
Eigenkapital	121	130	143	174	185	188	199
Rückstellungen gesamt	25	27	27	30	31	31	32
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	12	18	18	22	23	23	24
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	24	31	37	8	4	4	4
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	7	8	26	2	2	1	1
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	90	102	101	96	101	104	105
Sonstige Verbindlichkeiten	29	32	26	32	33	34	35
Verbindlichkeiten	168	193	191	166	169	173	175
Bilanzsumme (Passiva)	290	324	334	340	354	361	375

Kennzahlen

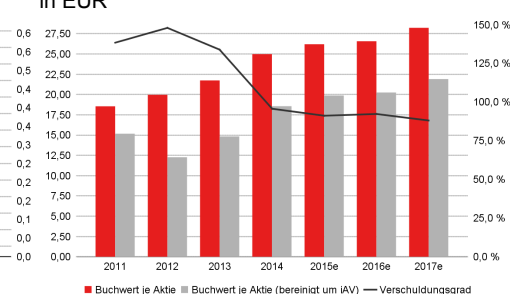
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,1 x	3,8 x	3,7 x	3,8 x	3,5 x	3,7 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	3,7 x	3,0 x	2,9 x	3,0 x	2,9 x	3,0 x	3,2 x
ROA	17,5 %	12,1 %	14,9 %	13,7 %	15,5 %	17,8 %	23,5 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	14,5 %	13,9 %	13,6 %	12,3 %	13,9 %	15,1 %	19,6 %
ROE	15,3 %	15,0 %	16,3 %	13,5 %	13,3 %	14,1 %	17,3 %
Adj. ROE	15,3 %	15,0 %	16,9 %	13,2 %	13,0 %	13,9 %	17,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	5	36	41	2	0	-7	-25
Nettofinanzverschuldung	-7	18	23	-20	-22	-30	-49
Net Gearing	4,1 %	27,6 %	28,8 %	1,2 %	0,1 %	-3,6 %	-12,5 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	27,4 %	34,6 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	18,5	20,0	21,7	25,0	26,2	26,6	28,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	15,2	12,3	14,8	18,6	19,9	20,3	21,9

Entwicklung ROCE

Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR

Quelle: Warburg Research

Cash flow

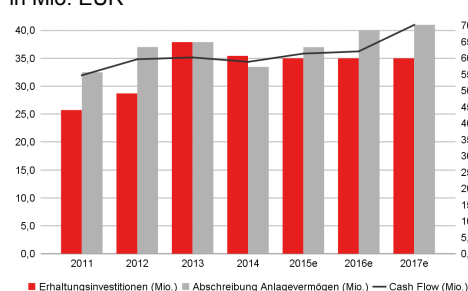
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	19	19	22	21	24	26	34
Abschreibung Anlagevermögen	32	37	38	33	37	40	41
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1	0	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	1	6	0	4	1	1	1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	2	-3	0	0	0	-5	-5
Cash Flow	55	60	60	59	61	62	70
Veränderung Vorräte	2	-15	4	10	-15	-3	-1
Veränderung Forderungen aus L+L	-6	6	-17	4	-3	-2	-1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	8	12	-1	-5	5	3	1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1	-11	2	3	0	-5	-2
Veränderung Working Capital (gesamt)	5	-8	-12	12	-13	-7	-3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	60	51	48	71	48	55	67
Investitionen in iAV	0	0	0	0	0	0	0
Investitionen in Sachanlagen	-30	-34	-35	-35	-35	-35	-35
Zugänge aus Akquisitionen	0	-24	0	0	0	0	0
Finanzanlageninvestitionen	0	0	-1	-2	0	0	0
Erlöse aus Anlageabgängen	0	12	1	-6	0	0	0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-30	-46	-35	-43	-35	-35	-35
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-7	-14	-3	-26	-4	0	0
Dividende Vorjahr	-8	-9	-9	-11	-11	-12	-13
Erwerb eigener Aktien	-7	0	0	0	0	0	0
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	-3	0	0	0
Sonstiges	-1	0	0	25	0	0	0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-23	-23	-12	-14	-15	-12	-14
Veränderung liquide Mittel	8	-18	1	14	-1	8	19
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
Endbestand liquide Mittel	31	13	14	28	27	34	53

Kennzahlen

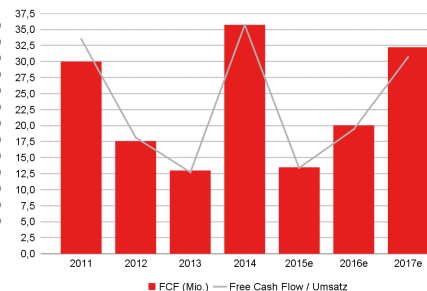
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	30	18	13	36	13	20	32
Free Cash Flow / Umsatz	6,4 %	3,5 %	2,4 %	6,8 %	2,6 %	3,7 %	5,9 %
Free Cash Flow Potential	27	29	24	21	28	33	41
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	161,3 %	93,3 %	58,3 %	167,3 %	56,7 %	76,0 %	96,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,7 %	1,5 %	2,2 %	1,2 %	0,7 %	1,3 %	0,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,1 %	9,1 %	6,3 %	6,3 %	33,5 %	53,8 %	54,9 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	6,5 %	6,7 %	6,6 %	6,8 %	6,6 %	6,5 %	6,4 %
Maint. Capex / Umsatz	5,5 %	5,7 %	7,1 %	6,8 %	6,6 %	6,5 %	6,4 %
CAPEX / Abschreibungen	90,4 %	91,2 %	93,0 %	105,9 %	94,6 %	87,5 %	85,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,0 %	6,7 %	7,4 %	8,0 %	8,2 %	9,4 %	9,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	86,3 %	70,6 %	87,8 %	87,7 %	86,1 %	85,6 %	85,7 %
Vorratsumschlag	3,6 x	3,0 x	3,2 x	3,3 x	2,6 x	2,5 x	2,5 x
Receivables collection period (Tage)	61	52	60	59	60	60	60
Payables payment period (Tage)	190	201	194	216	225	227	227
Cash conversion cycle (Tage)	-72	-60	-62	-88	-59	-57	-56

Investitionen und Cash Flow

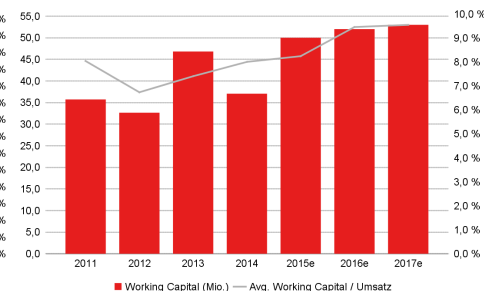
in Mio. EUR



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 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 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.

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 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, 6	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.

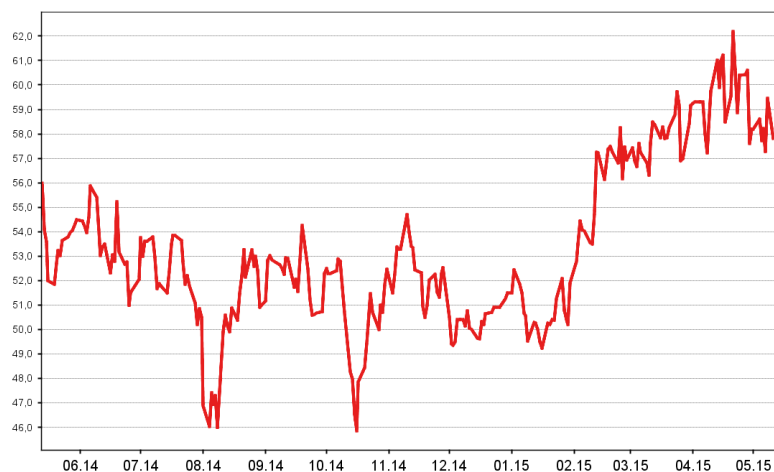
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	100	54
Halten	72	39
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	184	100

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	82	59
Halten	49	36
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	138	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CEWE] AM [12.05.2015]


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

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Others 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

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 aplasier@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

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Engineering, Logistics 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

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, Switzerland 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 Merckel +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