

<b>Buy</b>	<b>Wertindikatoren:</b>	EUR	<b>Aktien Daten:</b>	<b>Beschreibung:</b>
	DCF:	70,81	Bloomberg:	CWC GR
<b>EUR 70,00</b>	FCF-Value Potential 2017e:	73,03	Reuters:	CWCG
<b>Kurs</b>	<b>Markt Snapshot:</b>	EUR Mio.	ISIN:	DE0005403901
<b>Upside</b>	Marktkapitalisierung:	384	<b>Aktionäre:</b>	<b>Risikoprofil (WRe):</b>
<b>EUR 53,88</b>	Aktienanzahl (Mio.):	7	Freefloat:	2016e
<b>29,9 %</b>	EV:	376	Erbengem. Senator Neumüller:	Beta:
	Freefloat MC:	268	CeWe Stiftung & Co. KGaA:	KBV:
	Ø Trad. Vol. (30T):	770,36		2,8 %
				EK-Quote:
				1,0
				2,0 x
				51 %

## Q1 Performance sollte Wachstums- und Margenpotenzial untermauern

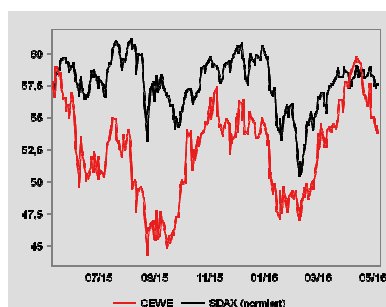
<b>Geschätzte Kennzahlen Q1/2016:</b>							<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b>						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	<b>Q1 16e</b>	Q1 15	yoy	<b>16e</b>	15	yoy	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir erwarten einen starken Umsatzanstieg von ca. 10%, angetrieben durch zweistellige Wachstumsraten in Photofinishing und Online Printing.</li> <li>Das Kerngeschäft Photofinishing sollte von den Marketingaktivitäten in Q4 sowie den langfristigen Trends in Richtung eines höheren Anteils des Q1 Umsatzes und in Richtung Mehrwertprodukte profitieren.</li> <li>Cewe sollte unserer Ansicht nach in Q1 zum ersten Mal das Break-Even-Niveau auf der Ergebnisseite erreichen. Dies sollte durch positive EBIT-Beiträge von Photofinishing und Online Printing unterstützt werden. Darüber hinaus wurde das Q1 EBIT des Vorjahres durch EUR 1 Mio. an einmaligen Restrukturierungsaufwendungen beeinflusst.</li> </ul>						
<b>Umsatz</b>	117,0	106,8	10 %	572,0	554,2	3 %							
<b>EBIT</b>	0,1	-3,5	n.a.	41,6	36,8	13 %							
<b>EBT</b>	-0,1	-3,6	n.a.	40,8	36,3	12 %							
<b>Nettoergebnis</b>	-0,1	-3,6	n.a.	27,9	23,1	21 %							
<b>EPS</b>	-0,01	-0,51	n.a.	3,90	3,24	20 %							

**Q1 sollte die überzeugende Strategie untermauern:** Cewe wird die Q1 Zahlen am 12. Mai veröffentlichen. Nach einem Umsatzanstieg von 10,8% in Q4 erwarten wir ein weiteres starkes Wachstum im Quartal, angetrieben durch Photofinishing und Online Printing. Wir gehen von einer deutlichen EBIT-Steigerung in allen drei Segmenten aus. Photofinishing und Online Printing sollte von einem dynamischen Umsatzwachstum profitieren, während sich im Bereich Einzelhandel die Repositionierungsmaßnahmen auszahlen sollten. Der detaillierte GJ Ergebnisausblick (EBIT EUR 38-44 Mio., EPS EUR 3,53-4,10) scheint nicht gefährdet zu sein.

**Unsicherheiten durch überraschende Mehrwertsteuererhöhung deutlich reduziert:** Mitte April kündigte das Bundesfinanzministerium eine Übergangsregelung in Bezug auf die Mehrwertsteuer für Fotobücher in Deutschland an. Der reduzierte Mehrwertsteuersatz von 7% bleibt bis Ende 2016 in Kraft. Die Mehrwertsteuererhöhung von 7% auf 19%, basierend auf der Änderung des EU Zollltarif, wird für das Gesamtjahr 2016 aufgehoben. Wir betrachten dies als positive Aussage, da Cewes Management einen negativen EBIT-Effekt von EUR 9 Mio. durch den erhöhten Mehrwertsteuersatz erwartet hatte. Während diese Thematik damit noch nicht endgültig geklärt ist, werten wir die aktuelle Entscheidung als ein positives Signal. Damit können die Gespräche zwischen der Industrie und den Behörden ohne Zeitdruck fortgeführt werden.

**Wir bekräftigen unsere Kaufempfehlung** angesichts des Margenpotenzials, der hohen Wettbewerbsqualität und dem konstanten Dividendenwachstum. Die jüngste Underperformance ist unserer Ansicht nach nicht gerechtfertigt und bietet eine gute Kaufgelegenheit mit einem attraktiven Kurspotenzial zum Kursziel von EUR 70.

<b>Schätzungsänderungen:</b>							<b>Kommentar zu den Änderungen:</b>						
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	<ul style="list-style-type: none"> <li>Wir haben unsere Ergebnisprognose für 2016 angesichts der erwarteten Verbesserung des Q1 EBIT und der reduzierten Unsicherheit in Bezug auf die Mehrwertsteuer für Fotobücher in Deutschland im laufenden Jahr angehoben.</li> <li>Wir antizipieren für 2015-2018 einen EBIT-Margenanstieg von 150 Bps auf 8,1%. Dies sollte überwiegend durch das Ergebnispotenzial im Bereich Online Printing angetrieben werden (WRe: EBIT-Anstieg von EUR -0,9 Mio. in 2015 auf EUR 4,2 Mio. in 2018).</li> <li>Traditionell macht Q4 aufgrund der Hauptsaison vor Weihnachten mehr als 100% des GJ EBIT aus.</li> </ul>						
<b>Umsatz</b>	568,0	0,7 %	587,0	0,0 %	n.a.	n.m.							
<b>EBIT</b>	40,2	3,6 %	46,2	0,0 %	n.a.	n.m.							
<b>EBT</b>	39,3	3,9 %	45,4	0,0 %	n.a.	n.m.							
<b>Nettoergebnis</b>	27,0	3,1 %	31,5	0,0 %	n.a.	n.m.							
<b>EPS</b>	3,78	3,2 %	4,41	0,0 %	n.a.	n.m.							

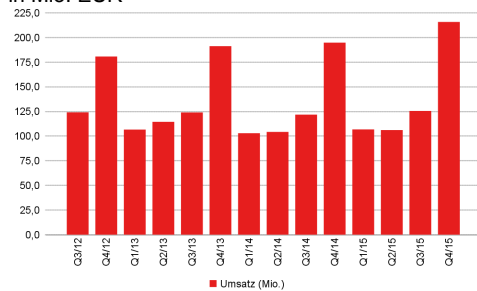


<b>Rel. Performance vs SDAX:</b>	
1 Monat:	-7,7 %
6 Monate:	-3,7 %
Jahresverlauf:	3,6 %
Letzte 12 Monate:	-9,3 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
12.05.16	Q1
11.08.16	Q2
10.11.16	Q3

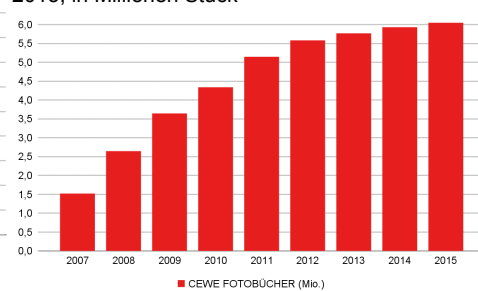
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	3,0 %	507	536	524	554	572	587	605
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		8,1 %	5,7 %	-2,3 %	5,8 %	3,2 %	2,6 %	3,1 %
<b>Rohertragsmarge</b>		63,6 %	64,8 %	69,2 %	71,0 %	70,6 %	70,6 %	70,5 %
<b>EBITDA</b>	4,6 %	66	67	66	75	80	83	86
<b>Marge</b>		13,0 %	12,5 %	12,6 %	13,6 %	13,9 %	14,2 %	14,2 %
<b>EBIT</b>	10,1 %	29	29	33	37	42	46	49
<b>Marge</b>		5,7 %	5,4 %	6,2 %	6,6 %	7,3 %	7,9 %	8,1 %
<b>Nettoergebnis</b>	13,3 %	19	22	21	23	28	32	34
<b>EPS</b>	13,2 %	2,88	3,39	3,07	3,24	3,90	4,41	4,70
<b>EPS adj.</b>	13,2 %	2,88	3,51	3,00	3,24	3,90	4,41	4,70
<b>DPS</b>	5,9 %	1,45	1,50	1,55	1,60	1,70	1,80	1,90
<b>Dividendenrendite</b>		4,6 %	4,2 %	3,0 %	3,0 %	3,2 %	3,3 %	3,5 %
<b>FCFPS</b>		2,69	1,98	5,14	1,38	4,02	2,55	3,13
<b>FCF / MarktKap.</b>		8,6 %	5,5 %	10,0 %	2,6 %	7,5 %	4,7 %	5,8 %
<b>EV / Umsatz</b>		0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x
<b>EV / EBITDA</b>		3,6 x	4,1 x	5,4 x	5,2 x	4,7 x	4,5 x	4,2 x
<b>EV / EBIT</b>		8,3 x	9,5 x	11,0 x	10,6 x	9,0 x	8,0 x	7,5 x
<b>KGV</b>		10,9 x	10,6 x	16,7 x	16,6 x	13,8 x	12,2 x	11,6 x
<b>KGV ber.</b>		10,9 x	10,2 x	17,1 x	16,6 x	13,8 x	12,2 x	11,6 x
<b>FCF Yield Potential</b>		12,2 %	8,7 %	5,2 %	5,4 %	8,3 %	9,2 %	9,8 %
<b>Nettoverschuldung</b>		36	41	2	8	-9	-14	-23
<b>ROCE (NOPAT)</b>		13,9 %	13,6 %	12,3 %	12,4 %	14,8 %	17,1 %	17,7 %
<b>Guidance:</b>		2016: Umsatz EUR 555-575 Mio.; EBIT EUR 38-44 Mio.; EPS EUR 3,53-4,10						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



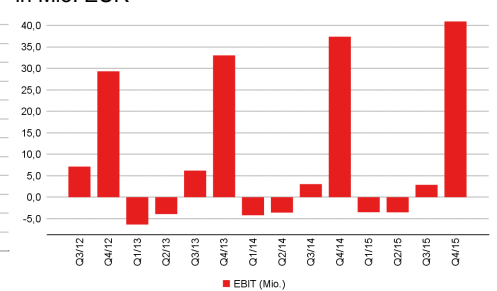
Quelle: Warburg Research

**Anzahl CEWE FOTOBUCHER**  
2015; in Millionen Stück



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

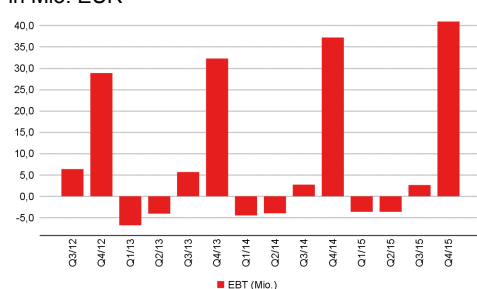
## Unternehmenshintergrund

- 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

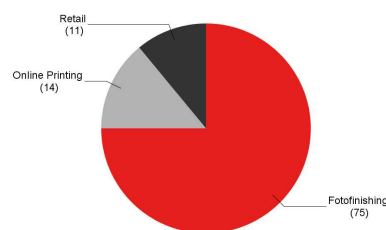
- CEWE differenziert sich durch die breiteste Vertriebsbasis aller industriellen Fotofinisher. Die daraus resultierende flächendeckende regionale Präsenz garantiert schnelle Marktanteilsgewinne
- CEWEs Vertriebsbasis mit über 34.000 Handelspartnern ist im Digitalmarkt ein signifikanter Wettbewerbsvorteil,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



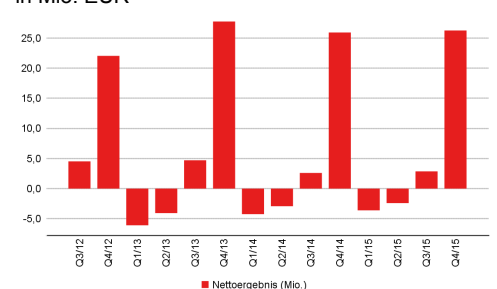
Quelle: Warburg Research

**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	572	587	605	623	641	657	673	688	702	716	730	745	759	
Umsatzwachstum	3,2 %	2,6 %	3,1 %	3,0 %	2,8 %	2,6 %	2,4 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	2,0 %	1,5 %
EBIT	42	46	49	50	51	53	54	55	53	54	55	52	49	
EBIT-Marge	7,3 %	7,9 %	8,1 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	6,5 %	
Steuerquote (EBT)	32,5 %	31,0 %	31,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	28	32	34	35	36	37	38	39	37	38	38	36	35	
Abschreibungen	38	37	37	38	39	40	41	41	42	43	44	45	46	
Abschreibungsquote	6,6 %	6,3 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,1 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	
Veränd. Rückstellungen	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-12	4	2	3	3	3	1	1	1	1	1	1	1	
- Investitionen	40	40	40	40	40	41	41	41	42	43	44	45	46	
Investitionsquote	7,0 %	6,8 %	6,6 %	6,4 %	6,3 %	6,2 %	6,1 %	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)	39	26	30	30	32	34	37	38	36	37	38	36	34	26
Barwert FCF	38	23	25	24	24	24	24	23	21	20	19	17	15	217
Anteil der Barwerte	16,70 %			40,98 %										42,32 %

## Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	7,50 %	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
<b>WACC</b>	<b>6,73 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,00</b>

## Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	296		
Terminal Value	217		
Zinstr. Verbindlichkeiten	7		
Pensionsrückstellungen	23		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	22	Aktienzahl (Mio.)	7,1
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>505</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>70,81</b>

## 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
1,20	7,7 %	58,47	59,22	60,03	60,91	61,86	62,89	64,02	1,20	7,7 %	45,87	50,88	55,90	60,91	65,92	70,94	75,95
1,10	7,2 %	62,42	63,35	64,35	65,45	66,64	67,95	69,39	1,10	7,2 %	49,10	54,55	60,00	65,45	70,90	76,35	81,80
1,05	7,0 %	64,62	65,65	66,78	68,01	69,36	70,84	72,48	1,05	7,0 %	50,91	56,61	62,31	68,01	73,71	79,41	85,11
1,00	6,7 %	66,99	68,15	69,42	70,81	72,33	74,02	75,90	1,00	6,7 %	52,89	58,86	64,83	70,81	76,78	82,75	88,72
0,95	6,5 %	69,56	70,86	72,29	73,87	75,60	77,54	79,70	0,95	6,5 %	55,05	61,32	67,59	73,87	80,14	86,41	92,68
0,90	6,2 %	72,35	73,82	75,44	77,23	79,22	81,45	83,96	0,90	6,2 %	57,42	64,03	70,63	77,23	83,84	90,44	97,04
0,80	5,7 %	78,73	80,63	82,75	85,11	87,77	90,78	94,23	0,80	5,7 %	62,95	70,34	77,72	85,11	92,49	99,88	107,26

- 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	28	31	34	
+ Abschreibung + Amortisation	37	38	33	38	38	37	37	
- Zinsergebnis (netto)	-2	-2	-1	0	-1	-1	0	
- Erhaltungsinvestitionen	29	38	38	41	35	35	35	
+ Sonstiges	0	0	0	0	0	0	0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>29</b>	<b>24</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	12,2 %	8,7 %	5,2 %	5,4 %	8,3 %	9,2 %	9,8 %	
WACC	6,73 %	6,73 %	6,73 %	6,73 %	6,73 %	6,73 %	6,73 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>241</b>	<b>276</b>	<b>359</b>	<b>391</b>	<b>377</b>	<b>371</b>	<b>365</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>436</b>	<b>359</b>	<b>275</b>	<b>311</b>	<b>466</b>	<b>507</b>	<b>534</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-15	-15	-15	-15	-32	-38	-48	
- 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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>428</b>	<b>351</b>	<b>267</b>	<b>303</b>	<b>475</b>	<b>521</b>	<b>557</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7	7	7	7	7	7	7	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>65,38</b>	<b>53,57</b>	<b>38,42</b>	<b>42,52</b>	<b>66,53</b>	<b>73,03</b>	<b>78,03</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					23,5 %	35,5 %	43,7 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	9,73 %	41,19	33,68	25,55	29,07	46,39	51,12	54,96
	8,73 %	46,03	37,67	28,60	32,52	51,57	56,75	60,89
	7,73 %	52,13	42,69	32,45	36,87	58,08	63,84	68,35
WACC	<b>6,73 %</b>	<b>60,04</b>	<b>49,19</b>	<b>37,44</b>	<b>42,52</b>	<b>66,53</b>	<b>73,03</b>	<b>78,03</b>
	5,73 %	70,71	57,97	44,16	50,13	77,92	85,43	91,09
	4,73 %	85,90	70,47	53,73	60,97	94,14	103,07	109,67
	3,73 %	109,23	89,66	68,44	77,61	119,05	130,18	138,22

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

**Wertermittlung**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	1,6 x	1,6 x	2,1 x	2,0 x	2,0 x	1,9 x	1,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	12,27	14,84	18,56	18,64	19,31	20,85	22,58
EV / Umsatz	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x	0,6 x	0,6 x
EV / EBITDA	3,6 x	4,1 x	5,4 x	5,2 x	4,7 x	4,5 x	4,2 x
EV / EBIT	8,3 x	9,5 x	11,0 x	10,6 x	9,0 x	8,0 x	7,5 x
EV / EBIT adj.*	8,3 x	9,5 x	11,0 x	10,6 x	9,0 x	8,0 x	7,5 x
Kurs / FCF	11,7 x	18,1 x	10,0 x	38,7 x	13,4 x	21,1 x	17,4 x
KGV	10,9 x	10,6 x	16,7 x	16,6 x	13,8 x	12,2 x	11,6 x
KGV ber.*	10,9 x	10,2 x	17,1 x	16,6 x	13,8 x	12,2 x	11,6 x
Dividendenrendite	4,6 %	4,2 %	3,0 %	3,0 %	3,2 %	3,3 %	3,5 %
Free Cash Flow Yield Potential	12,2 %	8,7 %	5,2 %	5,4 %	8,3 %	9,2 %	9,8 %
*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	6.150.000	6.250.000	6.300.000

**GuV**

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>507</b>	<b>536</b>	<b>524</b>	<b>554</b>	<b>572</b>	<b>587</b>	<b>605</b>
Veränd. Umsatz yoy	8,1 %	5,7 %	-2,3 %	5,8 %	3,2 %	2,6 %	3,1 %
Bestandsveränderungen	0	0	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	1	1	1	1	0	0	0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>508</b>	<b>538</b>	<b>525</b>	<b>555</b>	<b>572</b>	<b>587</b>	<b>605</b>
Materialaufwand	186	190	163	162	168	173	178
<b>Rohrertrag</b>	<b>323</b>	<b>348</b>	<b>362</b>	<b>393</b>	<b>404</b>	<b>414</b>	<b>427</b>
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>63,6 %</i>	<i>64,8 %</i>	<i>69,2 %</i>	<i>71,0 %</i>	<i>70,6 %</i>	<i>70,6 %</i>	<i>70,5 %</i>
Personalaufwendungen	122	130	136	144	147	150	154
Sonstige betriebliche Erträge	30	25	21	20	21	21	22
Sonstige betriebliche Aufwendungen	164	175	182	194	198	203	208
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>66</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>75</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>86</b>
<i>Marge</i>	<i>13,0 %</i>	<i>12,5 %</i>	<i>12,6 %</i>	<i>13,6 %</i>	<i>13,9 %</i>	<i>14,2 %</i>	<i>14,2 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	37	38	33	38	38	37	37
<b>EBITA</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>49</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill-Abschreibung	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>49</b>
<i>Marge</i>	<i>5,7 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>6,2 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>7,3 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>8,1 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>46</b>	<b>49</b>
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
<b>EBT</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>49</b>
<i>Marge</i>	<i>5,3 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>8,1 %</i>
Steuern gesamt	8	5	10	14	13	14	15
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0	0	0	0	0	0	0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>34</b>
Minderheitenanteile	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>34</b>
<i>Marge</i>	<i>3,7 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>5,6 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7	7	7	7	7	7	7
<b>EPS</b>	<b>2,88</b>	<b>3,39</b>	<b>3,07</b>	<b>3,24</b>	<b>3,90</b>	<b>4,41</b>	<b>4,70</b>
EPS adj.	2,88	3,51	3,00	3,24	3,90	4,41	4,70

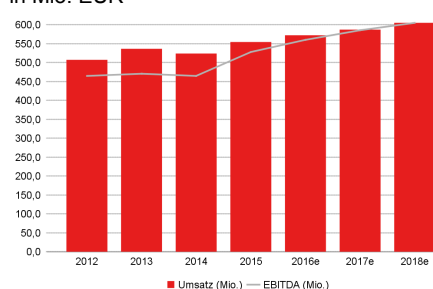
\*Adjustiert um:

**Guidance: 2016: Umsatz EUR 555-575 Mio.; EBIT EUR 38-44 Mio.; EPS EUR 3,53-4,10****Kennzahlen**

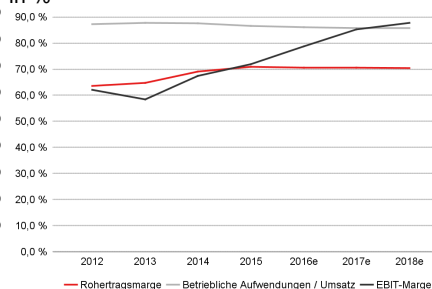
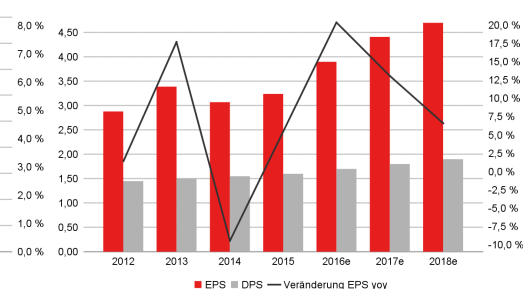
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,2 %	87,8 %	87,6 %	86,7 %	86,1 %	85,8 %	85,8 %
Operating Leverage	-0,4 x	-0,1 x	-5,5 x	2,2 x	4,1 x	4,2 x	2,0 x
EBITDA / Interest expenses	26,2 x	30,9 x	46,6 x	86,3 x	79,6 x	83,2 x	172,1 x
Steuerquote (EBT)	29,9 %	17,7 %	32,1 %	37,4 %	32,5 %	31,0 %	31,0 %
Ausschüttungsquote	50,3 %	44,2 %	50,4 %	50,2 %	44,1 %	41,1 %	40,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	153.461	166.123	162.715	162.044	163.172	163.367	164.270

**Umsatz, EBITDA**

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

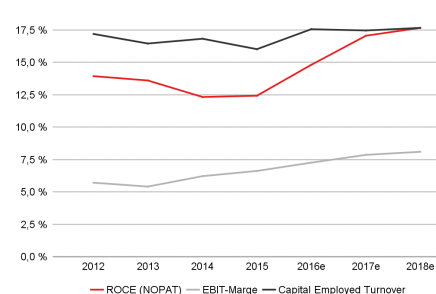
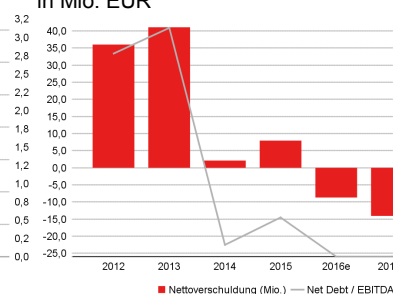
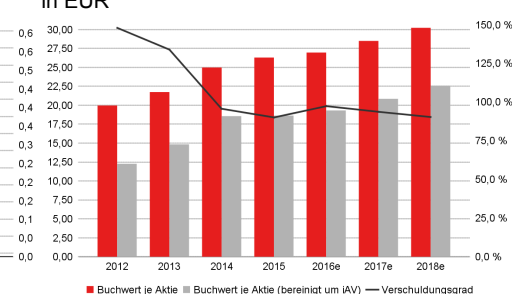
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Aktiva</b>							
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	111	114	117
Finanzanlagen	5	5	8	9	9	9	9
Sonstiges langfristiges Vermögen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>156</b>	<b>149</b>	<b>155</b>	<b>173</b>	<b>175</b>	<b>178</b>	<b>181</b>
Vorräte	63	59	49	51	54	59	61
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	72	89	84	90	94	96	99
Liquide Mittel	13	14	28	22	38	43	52
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	19	23	23	20	20	19	19
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>167</b>	<b>185</b>	<b>184</b>	<b>183</b>	<b>206</b>	<b>217</b>	<b>231</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>324</b>	<b>334</b>	<b>340</b>	<b>356</b>	<b>380</b>	<b>395</b>	<b>412</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	19	19	19	19	19	19	19
Kapitalrücklage	56	57	69	70	70	70	70
Gewinnrücklagen	79	90	94	106	111	122	135
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-24	-23	-9	-7	-8	-8	-8
Buchwert	130	143	174	188	193	204	216
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0	0
<b>Eigenkapital</b>	<b>130</b>	<b>143</b>	<b>174</b>	<b>187</b>	<b>193</b>	<b>204</b>	<b>216</b>
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	110	113	116
Sonstige Verbindlichkeiten	32	26	32	38	38	39	39
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>193</b>	<b>191</b>	<b>166</b>	<b>168</b>	<b>188</b>	<b>191</b>	<b>195</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>324</b>	<b>334</b>	<b>340</b>	<b>356</b>	<b>380</b>	<b>395</b>	<b>412</b>

**Kennzahlen**

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,8 x	3,7 x	3,8 x	3,5 x	3,8 x	3,8 x	3,8 x
Capital Employed Turnover	3,0 x	2,9 x	3,0 x	2,8 x	3,1 x	3,1 x	3,1 x
ROA	12,1 %	14,9 %	13,7 %	13,4 %	15,9 %	17,7 %	18,6 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	13,9 %	13,6 %	12,3 %	12,4 %	14,8 %	17,1 %	17,7 %
ROE	15,0 %	16,3 %	13,5 %	12,8 %	14,6 %	15,9 %	16,0 %
Adj. ROE	15,0 %	16,9 %	13,2 %	12,8 %	14,6 %	15,9 %	16,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	36	41	2	8	-9	-14	-23
Nettofinanzverschuldung	18	23	-20	-15	-32	-38	-48
Net Gearing	27,6 %	28,8 %	1,2 %	4,2 %	-4,5 %	-6,9 %	-10,6 %
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	27,0	28,5	30,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	12,3	14,8	18,6	18,6	19,3	20,8	22,6

**Entwicklung ROCE****Nettoverschuldung**  
in Mio. EUR**Buchwert je Aktie**  
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

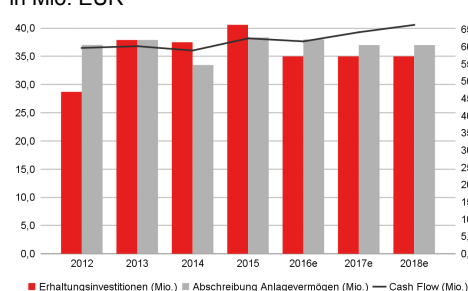
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	19	22	21	23	28	32	34
Abschreibung Anlagevermögen	37	38	33	38	38	37	37
Amortisation Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0	0	0	0	0	0	0
Veränderung langfristige Rückstellungen	6	0	4	1	1	1	1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-3	0	0	0	-5	-5	-5
<b>Cash Flow</b>	<b>60</b>	<b>60</b>	<b>59</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>64</b>	<b>66</b>
Veränderung Vorräte	-15	4	10	-2	-3	-5	-2
Veränderung Forderungen aus L+L	6	-17	4	-6	-4	-2	-3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	12	-1	-5	-5	19	3	3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-11	2	3	0	-5	-2	-2
Veränderung Working Capital (gesamt)	-8	-12	12	-13	7	-6	-4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>51</b>	<b>48</b>	<b>71</b>	<b>49</b>	<b>69</b>	<b>58</b>	<b>62</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-46</b>	<b>-35</b>	<b>-43</b>	<b>-44</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>	<b>-40</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-14	-3	-26	-1	-1	-1	0
Dividende Vorjahr	-9	-9	-11	-11	-11	-12	-13
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-23</b>	<b>-12</b>	<b>-14</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>
Veränderung liquide Mittel	-18	1	14	-7	16	5	9
Effekte aus Wechselkursänderungen	0	0	0	0	0	0	0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>20</b>	<b>38</b>	<b>43</b>	<b>52</b>

## Kennzahlen

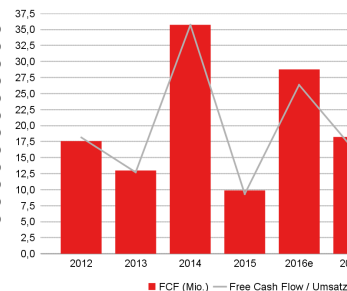
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	18	13	36	10	29	18	22
Free Cash Flow / Umsatz	3,5 %	2,4 %	6,8 %	1,8 %	5,0 %	3,1 %	3,7 %
Free Cash Flow Potential	29	24	19	21	31	34	36
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	93,3 %	58,3 %	167,3 %	42,8 %	103,3 %	57,8 %	66,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,5 %	2,2 %	1,2 %	1,7 %	0,7 %	0,5 %	0,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,1 %	6,3 %	6,3 %	12,0 %	16,1 %	19,4 %	11,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	6,7 %	6,6 %	6,8 %	7,1 %	7,0 %	6,8 %	6,6 %
Maint. Capex / Umsatz	5,7 %	7,1 %	7,2 %	7,3 %	6,1 %	6,0 %	5,8 %
CAPEX / Abschreibungen	91,2 %	93,0 %	105,9 %	102,7 %	105,3 %	108,1 %	108,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	6,7 %	7,4 %	8,0 %	7,9 %	7,7 %	6,8 %	7,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	70,6 %	87,8 %	87,7 %	99,5 %	85,5 %	85,0 %	85,3 %
Vorratsumschlag	3,0 x	3,2 x	3,3 x	3,2 x	3,1 x	2,9 x	2,9 x
Receivables collection period (Tage)	52	60	59	60	60	60	60
Payables payment period (Tage)	201	194	216	205	239	239	237
Cash conversion cycle (Tage)	-60	-62	-88	-72	-102	-94	-92

## Investitionen und Cash Flow

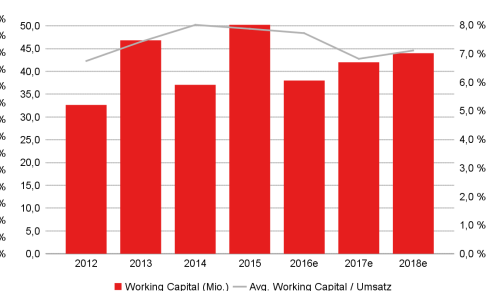
in Mio. EUR



## 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- 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 Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen 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	118	64
Halten	61	33
Verkaufen	4	2
Empf. ausgesetzt	1	1
<b>Gesamt</b>	<b>184</b>	<b>100</b>

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	23	77
Halten	7	23
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	0	0
<b>Gesamt</b>	<b>30</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CEWE] AM [09.05.2016]**


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

**EQUITIES**

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

**RESEARCH**

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

**Henner Rüschemeyer** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschemeyer@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

**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

**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  
Other awahl@warburg-research.com

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

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**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 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