

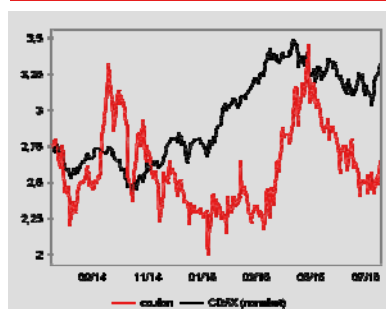
<b>Buy</b>  <b>EUR 4,40</b>  Kurs EUR 2,65 <b>Upside 66,4 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 4,62	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: CNWK GR Reuters: CNWKK ISIN: DE000A1K0227	<b>Beschreibung:</b> co.don entwickelt, produziert und vertreibt biopharmazeutischen Gelenkknorpelersatz.
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 36,3 Aktienanzahl (Mio.): 13,7 EV: 34,7 Freefloat MC: 16,0 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 13,09	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 44,0 % Dr. Bernd Wegener 19,3 % Osemifaro Investments 14,6 % Transnova Investments 14,6 % Klaus Stuffer 3,6 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2015e Beta: 1,8 KBV: 13,3 x EK-Quote: 57 %

## Treffen mit Dr. Andreas Baltrusch und Dirk Hessel (neuer CEO)

Nach dem Treffen mit Dr. Andreas Baltrusch (CEO bis 14. Juli) und Dirk Hessel (neuer CEO seit 15. Juli) sollte sich das Unternehmen auf einem guten Weg befinden, eine europaweite Zulassung der Europäischen Arzneimittelagentur (European Medicines Agency EMA) für sein Kernprodukt co.don chondrosphere in 2017 (WRe) zu erhalten. Dementsprechend bleibt der Investment Case insgesamt unverändert:

- In Deutschland bereits zugelassen:** co.don hat Ende 2013 die Genehmigung vom Paul-Ehrlich-Institut (PEI) erhalten, das biopharmazeutische Gewebetransplantat co.don chondrosphere in Deutschland zu vermarkten. Somit konnte co.don über 7.200 Transplantationen durchführen, wodurch das Unternehmen ein umfassenderes Wissen über die Effektivität und Sicherheit des Produktes sammeln konnte. Um letztlich die Zulassung der EMA zu sichern, muss co.don erfolgreich eine klinische Phase-III Studie über die Wirksamkeit und Sicherheit des Produkts co.don chondrosphere durchführen. Das Produkt kann Patienten eine Alternative zum traditionellen Gelenkersatz (z.B. Metallimplantate) bieten, der mit Risiken verbunden sein kann (z.B. Infektionen). Derzeit wird co.don chondrosphere überwiegend zur Behandlung von Knorpeldefekte im Kniegelenk (ca. 95%) eingesetzt.
- Oligopolstellung:** Neben co.don haben lediglich zwei weitere Hersteller eine gültige Vertriebszulassung für den deutschen Markt erhalten. Einer der Konkurrenten ist jedoch aufgrund eines überholten und überbewerteten Produktes nicht in Deutschland aktiv. Nur co.don vermarktet ein Produkt der dritten Generation, das über klinische und ökonomische Vorteile gegenüber den direkten Konkurrenten verfügt. Das Unternehmen hält dementsprechend einen Marktanteil von 45% in Deutschland.
- Beeindruckendes Marktvolumen in Europa:** Betrachtet man die über 180.000 Knieimplantationen pro Jahr in Deutschland, so adressiert co.don einen Markt im Wert von EUR 110 Mio. (WRe). Eine Zulassung durch die EMA würde dem Unternehmen einen Zugang zu einem EU-weiten Markt (ausschließlich Indikation Knie) im Wert von weiteren ca. EUR 240 Mio. (WRe) erschließen. Folglich befindet sich co.don in einer Oligopolstellung in einem EUR 350 Mio.-Markt. Während der ehemalige CEO Dr. Baltrusch die strukturellen und organisatorischen Rahmenbedingungen eingeführt hat, um co.don auf die europäische Einführung von co.don chondrosphere vorzubereiten, wird der neue CEO für die Marktdurchdringung verantwortlich sein. Herr Hessel verfügt über die Erfahrung multinationaler Einführungen von medizinischen und pharmazeutischen Produkten. Während seiner Laufbahn bei internationalen Pharmakonzernen (z.B. Bayer Healthcare und Grünenthal) war er für die Einführung verschiedener länderübergreifender Produkte verantwortlich. Das Management hat bereits damit begonnen, die regionalen europäischen Märkte zu überprüfen und auszuwerten. Zudem wurden Kontakte zu den ersten Vertriebspartnern und Kostenträgern (z.B. staatliche Versicherungsgesellschaften) hergestellt. Zusammengefasst hat co.don eine reibungslose und erfolgreiche Übergabe der Vorstandsposition vollzogen.
- Newsflow H1 2015:** Laut vorläufiger Zahlen ist der Umsatz in H1 um 18% auf EUR 2,5 Mio. gestiegen (WRe: +15% yoy). Darüber hinaus konnte das Unternehmen sein Ergebnis um +28% yoy deutlich steigern. Der Verlust lag im H1 vergangenen Jahres bei EUR -1,2 Mio. Diese Zahl ist im laufenden Jahr jedoch auf EUR -0,85 Mio. geschrumpft. Während die strategischen Aufwendungen für eine EMA-Zulassung das Ergebnis des Unternehmens belasten, sollte co.don den Break-Even auf operativer Basis überschritten haben. Weitere Details sollten mit dem H1-Bericht am 5. August veröffentlicht werden.

**Bewertung:** Wie oben bereits beschrieben, bleibt der Investment Case vollkommen intakt. Angesichts der potenziellen Einführung in Europa, liegt das abgeleitete Kursziel bei EUR 4,40 (DCF-basiert). Der jüngste Kursrückgang wird als Kaufgelegenheit betrachtet. Kaufen.

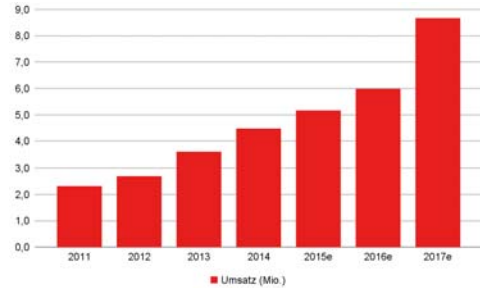


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-5,0 %
6 Monate:	-4,3 %
Jahresverlauf:	-3,7 %
Letzte 12 Monate:	-26,2 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
05.08.15	Q2
16.10.15	Q3

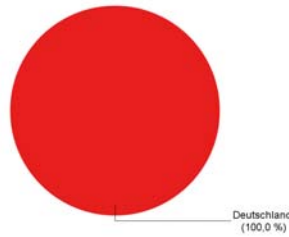
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	24,7 %	2,3	2,7	3,6	4,5	5,2	6,0	8,7
Veränd. Umsatz yoy		8,0 %	16,3 %	34,5 %	23,6 %	15,3 %	16,0 %	44,8 %
<b>Rohertragsmarge</b>		41,2 %	49,2 %	62,7 %	85,4 %	67,0 %	70,0 %	85,0 %
<b>EBITDA</b>		-	-0,9	-2,2	-2,3	-1,7	-0,7	0,9
Marge		-37,1 %	-83,1 %	-68,4 %	-50,6 %	-33,0 %	-12,0 %	10,0 %
<b>EBIT</b>		-	-1,0	-2,4	-2,7	-2,0	-1,0	0,4
Marge		-43,9 %	-88,4 %	-73,5 %	-55,3 %	-38,0 %	-17,0 %	5,0 %
<b>Nettoergebnis</b>		-	-1,0	-2,4	-2,5	-2,0	-1,0	0,4
<b>EPS</b>		-	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18	-0,14	-0,07
<b>DPS</b>		-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite			0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>FCFPS</b>			-0,21	-0,23	-0,19	-0,14	-0,19	-0,07
<b>FCF / Marktkap.</b>			-15,3 %	-22,3 %	-20,5 %	-5,9 %	-7,2 %	-2,5 %
<b>EV / Umsatz</b>			3,6 x	3,0 x	2,5 x	6,6 x	6,7 x	4,0 x
<b>EV / EBITDA</b>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40,4 x
<b>EV / EBIT</b>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	80,9 x
<b>KGV</b>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	88,2 x
<b>FCF Yield Potential</b>			-10,3 %	-28,2 %	-27,0 %	-7,7 %	-4,9 %	2,3 %
<b>Nettoverschuldung</b>			-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-1,6	-0,7
<b>Guidance:</b>	Positive Entwicklung von Umsatz und Jahresergebnis.							

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



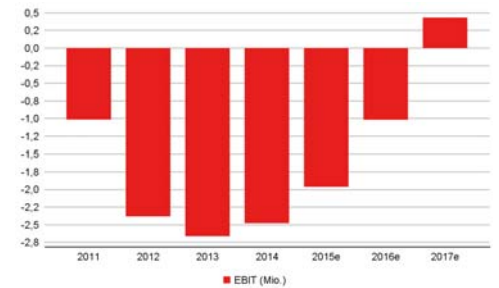
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2014; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

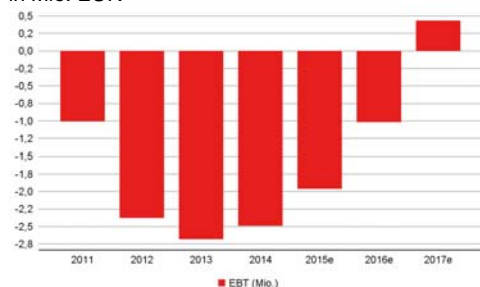
## Unternehmenshintergrund

- Die co.don AG ist ein Hersteller von biopharmazeutischen Transplantaten aus Teltow. Das Unternehmen hat sich auf die Behandlung von geschädigtem Gelenkknorpel sowie defekten Bandscheiben spezialisiert.
- Im Labor wird aus patienteneigenem Knorpel sowie Blut ein Transplantat gezüchtet, das in Form selbsthaftender Sphäroide in einen Knorpeldefekt eingesetzt wird. Der körpereigene zellbasierte Ersatz füllt den Defekt auf.
- Nach einer Neuregelung der Europäischen Zulassung von Arzneimitteln durch die zentrale Zulassungsbehörde (EMA) wurde in 2012 die Beantragung des Zulassungsverfahrens für das Produkt co.don chondrosphere nötig.
- Jedoch wird co.don chondrosphere seit 2004 vertrieben und kam seither bei rund 6.500 Patienten bereits zum Einsatz. co.don chondrosphere ist derzeit das bedeutendste Produkt der co.don.
- Mit Erreichen der EMA-Zulassung kann das Produkt auch innerhalb der EU vertrieben werden. Mit dieser Zulassung wird nicht vor 2017 gerechnet.

## Wettbewerbsqualität

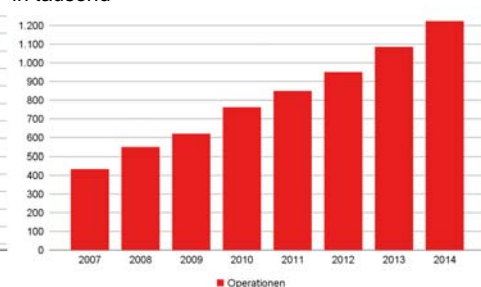
- co.don befindet sich im Wettbewerb mit Herstellern von chirurgischen Knieimplantaten (z.B. aus Metall), die in der Regel ein wesentlich höheres Risiko für den Patienten beinhalten können.
- Zudem ist der Aufwand einer Knieersatzoperation wesentlich komplexer, während der Knorpelersatz von co.don minimalinvasiv eingesetzt werden kann. Die Kosten für beide Verfahren sind in etwa vergleichbar.
- In Deutschland werden beide Operationsverfahren von der Krankenkasse erstattet. Das Verfahren der co.don wird bereits an über 120 Kliniken (u.a. Asklepios) eingesetzt.
- Da co.don chondrosphere bereits vertrieben wird, hat die co.don einen klaren Wettbewerbsvorteil gegenüber neuen Wettbewerbern.
- Mit den bereits 6.500 vorliegenden Behandlungen und der nun bestätigten Wirksamkeit und Sicherheit des Verfahrens wird eine erfolgreiche Zulassung des Produktes mit einer höheren Wahrscheinlichkeit angenommen.

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



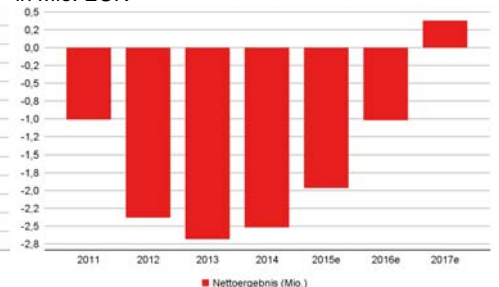
Quelle: Warburg Research

**Anzahl der Operationen**  
in tausend



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	5,2	6,0	8,7	12,6	19,9	28,9	36,7	46,4	55,8	64,5	73,3	82,4	88,6	
Umsatzwachstum	15,3 %	16,0 %	44,8 %	44,8 %	58,4 %	45,3 %	27,2 %	26,4 %	20,1 %	15,7 %	13,6 %	12,4 %	7,5 %	2,0 %
EBIT	-2,0	-1,0	0,4	0,5	1,8	4,2	5,9	9,1	13,8	16,1	18,3	20,6	22,2	
EBIT-Marge	-38,0 %	-17,0 %	5,0 %	3,9 %	9,0 %	14,7 %	16,2 %	19,6 %	24,7 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	25,0 %	
Steuerquote (EBT)	-0,1 %	-0,2 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	15,0 %	28,0 %	28,0 %	28,0 %	
NOPAT	-2,0	-1,0	0,4	0,4	1,6	3,7	5,2	8,0	12,1	13,7	13,2	14,8	16,0	
Abschreibungen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,6	0,9	1,1	1,4	1,7	1,9	2,2	2,5	2,7	
Abschreibungsquote	5,0 %	5,0 %	5,0 %	3,5 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,5	0,0	0,1	0,2	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,3	
- Investitionen	0,7	0,2	0,2	1,3	2,0	1,2	1,5	1,9	2,2	2,6	2,9	3,3	2,7	
Investitionsquote	13,6 %	3,3 %	2,3 %	10,0 %	10,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-2,9	-0,9	0,5	-0,6	-0,2	3,0	4,5	7,1	11,1	12,6	12,0	13,6	15,6	16
Barwert FCF	-2,5	-0,7	0,4	-0,4	-0,1	1,5	2,0	2,8	4,0	4,1	3,5	3,5	3,6	40
Anteil der Barwerte	<b>-4,60 %</b>			<b>39,69 %</b>										<b>64,91 %</b>

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,90
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,70
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,80
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,60
		Sonstiges	2,00
<b>WACC</b>	<b>11,40 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,80</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2027e	22		
Terminal Value	40		
Zinstr. Verbindlichkeiten	0		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	2	Aktienzahl (Mio.)	13,7
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>63</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>4,62</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>1,98</b>	12,4 %	3,72	3,77	3,82	3,88	3,94	4,00	4,06	<b>1,98</b>	12,4 %	3,58	3,68	3,78	3,88	3,98	4,08	4,18
<b>1,89</b>	11,9 %	4,04	4,10	4,16	4,23	4,29	4,37	4,44	<b>1,89</b>	11,9 %	3,91	4,01	4,12	4,23	4,33	4,44	4,55
<b>1,85</b>	11,7 %	4,22	4,28	4,35	4,42	4,49	4,57	4,65	<b>1,85</b>	11,7 %	4,08	4,20	4,31	4,42	4,53	4,64	4,75
<b>1,80</b>	11,4 %	4,40	4,47	4,54	<b>4,62</b>	4,70	4,78	4,87	<b>1,80</b>	11,4 %	4,27	4,39	4,50	<b>4,62</b>	4,73	4,85	4,96
<b>1,75</b>	11,2 %	4,60	4,67	4,75	4,83	4,92	5,01	5,11	<b>1,75</b>	11,2 %	4,47	4,59	4,71	4,83	4,95	5,07	5,19
<b>1,71</b>	10,9 %	4,81	4,89	4,97	5,06	5,16	5,26	5,36	<b>1,71</b>	10,9 %	4,69	4,81	4,94	5,06	5,19	5,31	5,44
<b>1,62</b>	10,4 %	5,26	5,36	5,46	5,57	5,68	5,80	5,93	<b>1,62</b>	10,4 %	5,16	5,30	5,43	5,57	5,70	5,84	5,97

- Frühestens in 2017 wird mit einer europaweiten Zulassung gerechnet.
- Vorgelagerte Vertriebsaktivitäten in 2016 führen in 2017 zu einem deutlichen Umsatzzanstieg.
- Operativ wird auf EBITDA-Linie der Break-Even in 2015 erwartet. Strategische Aufwendungen belasten jedoch weiterhin.
- Mit den reduzierten Zulassungsaufwendungen ab 2017 wird der Break-Even für die co.don erwartet.

**Wertermittlung**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	3,9 x	2,7 x	5,7 x	7,9 x	13,3 x	22,6 x	17,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,32	0,36	0,14	0,30	0,18	0,09	0,11
EV / Umsatz	3,6 x	3,0 x	2,5 x	6,6 x	6,7 x	5,9 x	4,0 x
EV / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40,4 x
EV / EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	80,9 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	80,9 x
Kurs / FCF	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	70,5 x
KGV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	88,2 x
KGV ber.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	88,2 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	-10,3 %	-28,2 %	-27,0 %	-7,7 %	-4,9 %	-2,0 %	2,3 %
*Adjustiert um:	-						

**Unternehmensspezifische Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Operationen	849	950	1.085	1.223	1.291	1.497	n.a.

**GuV**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>8,7</b>
Veränd. Umsatz yoy	8,0 %	16,3 %	34,5 %	23,6 %	15,3 %	16,0 %	44,8 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gesamterlöse</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>8,7</b>
Materialaufwand	1,4	1,4	1,4	0,7	1,7	1,8	1,3
<b>Rohertrag</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>3,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,4</b>
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>41,2 %</i>	<i>49,2 %</i>	<i>62,7 %</i>	<i>85,4 %</i>	<i>67,0 %</i>	<i>70,0 %</i>	<i>85,0 %</i>
Personalaufwendungen	1,8	2,1	2,8	3,6	3,0	3,4	4,7
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	1,0	0,5	0,5	0,8	0,9	0,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,4	2,5	2,4	2,9	2,9	2,5	2,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>-0,9</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,9</b>
<i>Marge</i>	<i>-37,1 %</i>	<i>-83,1 %</i>	<i>-68,4 %</i>	<i>-50,6 %</i>	<i>-33,0 %</i>	<i>-12,0 %</i>	<i>10,0 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
<b>EBITA</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
<i>Marge</i>	<i>-43,9 %</i>	<i>-88,4 %</i>	<i>-73,5 %</i>	<i>-55,3 %</i>	<i>-38,0 %</i>	<i>-17,0 %</i>	<i>5,0 %</i>
<b>EBIT adj.</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
Zinserträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
<i>Marge</i>	<i>-43,5 %</i>	<i>-88,3 %</i>	<i>-74,0 %</i>	<i>-55,6 %</i>	<i>-38,0 %</i>	<i>-17,0 %</i>	<i>5,0 %</i>
Steuern gesamt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,0</b>	<b>0,4</b>
<i>Marge</i>	<i>-43,7 %</i>	<i>-88,4 %</i>	<i>-74,1 %</i>	<i>-56,3 %</i>	<i>-38,0 %</i>	<i>-17,0 %</i>	<i>4,4 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	7,1	10,7	11,1	13,7	13,7	13,7	13,7
<b>EPS</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,22</b>	<b>-0,24</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,14</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,03</b>
EPS adj.	-0,14	-0,22	-0,24	-0,18	-0,14	-0,07	0,03

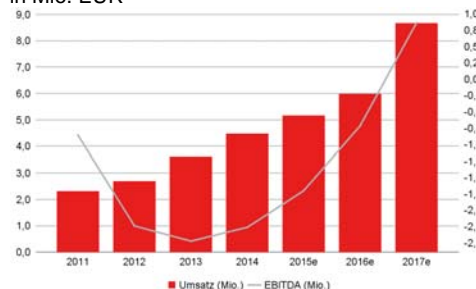
\*Adjustiert um:

**Guidance: Positive Entwicklung von Umsatz und Jahresergebnis.****Kennzahlen**

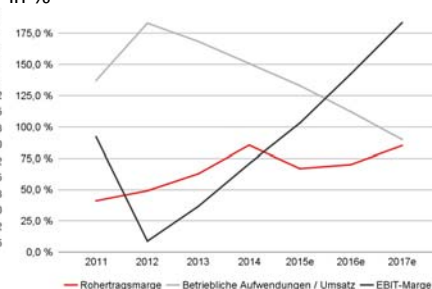
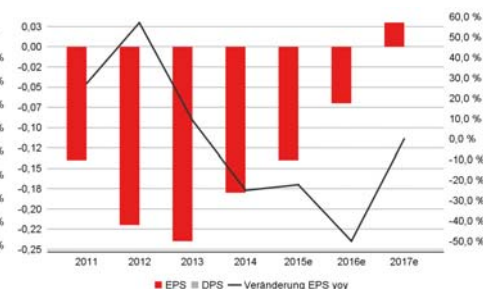
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	137,1 %	183,1 %	168,4 %	150,6 %	133,0 %	112,0 %	90,0 %
Operating Leverage	-3,7 x	8,3 x	0,3 x	-0,3 x	-1,4 x	-3,0 x	n.a.
Steuerquote (EBT)	-0,2 %	-0,1 %	-0,1 %	-1,1 %	-0,1 %	-0,2 %	12,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	59.385	62.628	72.443	75.864	87.506	101.483	144.500

**Umsatz, EBITDA**

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

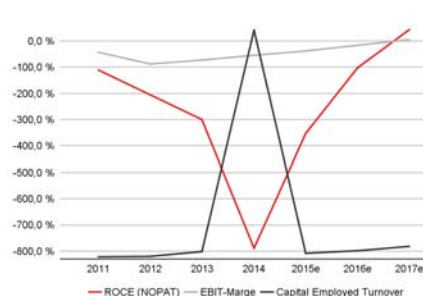
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5
davon übrige imm. VG	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4	0,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,7	0,6	0,9	0,9	1,2	1,0	0,7
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
Vorräte	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,6	0,5	0,0	0,7	0,8	1,2
Liquide Mittel	1,3	2,8	1,2	4,3	1,6	0,7	1,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	0,5	0,8	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>2,1</b>	<b>4,4</b>	<b>2,3</b>	<b>5,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	7,1	10,7	11,1	13,7	13,7	13,7	13,7
Kapitalrücklage	0,0	0,4	0,4	2,8	2,8	2,8	2,8
Gewinnrücklagen	-4,6	-7,0	-9,7	-12,2	-14,2	-15,2	-14,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,3	0,4
Buchwert	2,5	4,0	1,8	4,3	2,7	1,6	2,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>1,8</b>	<b>4,3</b>	<b>2,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>
Rückstellungen gesamt	0,3	0,7	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,4	0,4	0,3	0,6	0,7	1,1
Sonstige Verbindlichkeiten	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>6,1</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	<b>4,6</b>

**Kennzahlen**

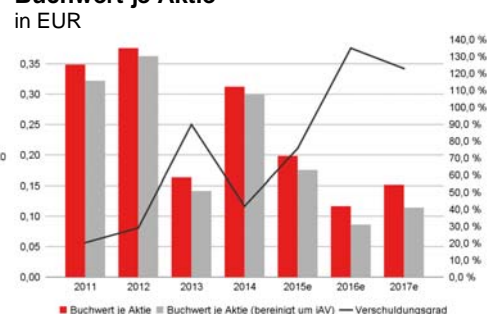
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,8 x	2,7 x	3,5 x	6,9 x	3,4 x	4,5 x	8,0 x
Capital Employed Turnover	2,0 x	2,3 x	5,9 x	184,4 x	4,7 x	6,7 x	10,1 x
ROA	-119,5 %	-307,2 %	-233,7 %	-237,9 %	-127,9 %	-71,0 %	31,7 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	-111,6 %	-205,7 %	-299,3 %	-788,6 %	-352,2 %	-102,9 %	43,6 %
ROE	-41,3 %	-73,4 %	-92,2 %	-82,6 %	-56,0 %	-47,2 %	20,7 %
Adj. ROE	-41,3 %	-73,4 %	-92,2 %	-82,6 %	-56,0 %	-47,2 %	20,7 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-1,6	-0,7	-1,2
Nettofinanzverschuldung	-1,3	-2,8	-1,2	-4,3	-1,6	-0,7	-1,2
Net Gearing	-53,7 %	-70,8 %	-66,3 %	-99,4 %	-59,9 %	-44,4 %	-58,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	0,3	0,4	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,3	0,4	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1

**Entwicklung ROCE**


Quelle: Warburg Research

**Nettoverschuldung**


Quelle: Warburg Research

**Buchwert je Aktie**


Quelle: Warburg Research

## Cash flow

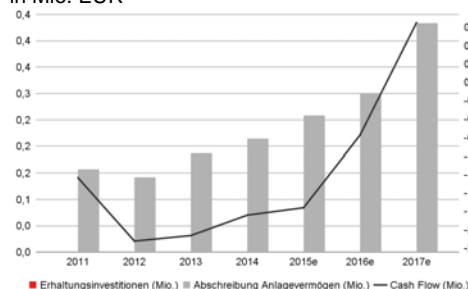
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,0	-2,4	-2,7	-2,5	-2,0	-1,0	0,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,3	-0,4	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>-1,3</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,8</b>
Veränderung Vorräte	-0,1	-0,4	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,7	-0,1	-0,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,2	0,3	0,0	0,3	0,1	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,1	-0,2	0,5	0,0	-0,2	0,0	-0,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>0,7</b>
Investitionen in iAV	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Investitionen in Sachanlagen	0,0	0,0	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	5,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	1,1	3,9	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>3,9</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-0,4	1,5	-1,6	3,0	-2,6	-0,9	0,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>1,3</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>4,2</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>

## Kennzahlen

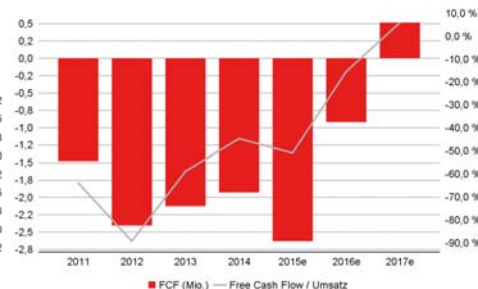
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-1,5	-2,4	-2,1	-1,9	-2,6	-0,9	0,5
Free Cash Flow / Umsatz	-63,8 %	-89,3 %	-58,6 %	-44,7 %	-50,9 %	-15,4 %	5,9 %
Free Cash Flow Potential	-0,9	-2,2	-2,5	-2,3	-1,7	-0,7	0,8
Free Cash Flow / Umsatz	-63,8 %	-89,3 %	-58,6 %	-44,7 %	-50,9 %	-15,4 %	5,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	146,2 %	101,0 %	79,1 %	79,5 %	133,9 %	90,3 %	135,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,5 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	n.a.	n.a.	557,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	3,5 %	2,6 %	15,5 %	4,5 %	13,6 %	3,3 %	2,3 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	51,6 %	49,3 %	299,8 %	93,3 %	271,2 %	66,8 %	46,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,4 %	9,7 %	6,8 %	-1,1 %	0,6 %	4,9 %	4,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	155,6 %	182,7 %	111,6 %	0,0 %	116,7 %	114,3 %	109,1 %
Vorratumschlag	16,4 x	18,0 x	15,4 x	6,2 x	8,5 x	9,0 x	4,3 x
Receivables collection period (Tage)	39	87	48	0	49	49	51
Payables payment period (Tage)	43	94	116	184	129	142	309
Cash conversion cycle (Tage)	-21	-70	-91	-128	-81	-97	-214

## 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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
co.don	5	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1K0227.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE000A1K0227.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.

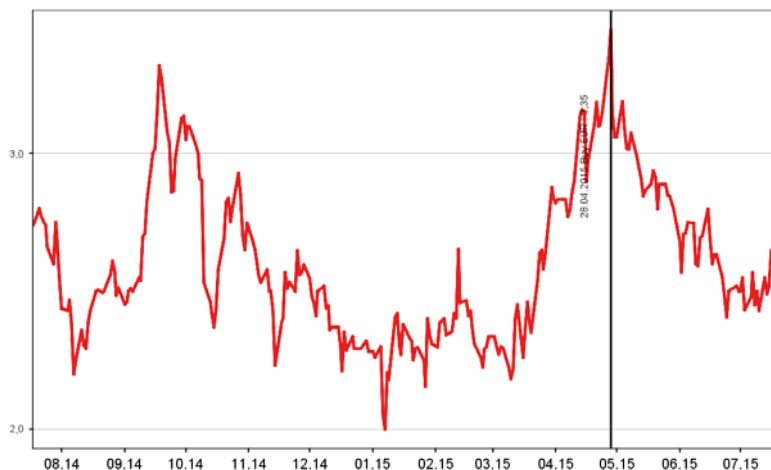
**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	57
Halten	68	37
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>183</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	89	63
Halten	45	32
Verkaufen	5	4
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>141</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [CO.DON] AM [17.07.2015]**


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  
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

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

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

**Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@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

**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](http://research.mmwarburg.com/en/index.html)  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet [www.factset.com](http://www.factset.com)

Thomson [www.thomson.com](http://www.thomson.com)  
Reuters [www.knowledge.reuters.com](http://www.knowledge.reuters.com)  
Capital IQ [www.capitaliq.com](http://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