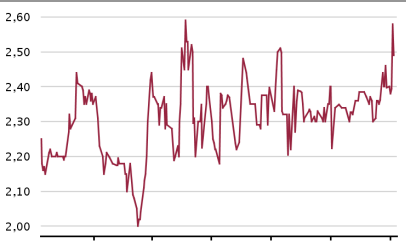


Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 3,70** (alt: 3,30)

Kurs EUR 2,49
Bloomberg SYT GR
Reuters SYTG
Branche Industriegüter

Softwarelösungen (z.B. Fehlerdiagnose) für industrielle Anlagen und die Automobilelektronik



Aktien Daten: 19.11.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 12,7 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 14,1 Mio.
Buchwert: EUR 14,0 Mio.
Aktienanzahl: 5,1 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 16,3 Tsd.

Aktionäre:

Freefloat 45,8 %
 Private Investoren 20,0 %
 S. Trier 20,0 %
 Institutionelle Investoren 14,2 %

Termine:

Geschäftsbericht 2010 31.03.11
 Zahlen Q1 13.05.11
 Zahlen Q2 12.08.11
 Zahlen Q3 15.11.11

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	27,5	8,4	30,0	10,0	32,0	8,3
EBIT	0,6	93,9	2,0	17,2	2,2	33,8
EPS	0,04	300,0	0,23	21,7	0,25	44,0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 22.11.2010
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 awolf@warburg-research.com

Anhaltende Belebung im Segment Industrie / Schätzungen und Kursziel angehoben

Softing hat Zahlen für das dritte Quartal veröffentlicht, die leicht über den Schätzungen lagen.

Softing - Q3 2010

Angaben in Mio. EUR	Q3/10	Q3/10e	Q3/09	yoy	9M/10	9M/09	yoy
Umsatz	7,8	7,3	5,8	35,0%	21,7	17,2	26,6%
EBITDA	1,3	1,3	0,7	88,4%	3,1	0,5	498,7%
<i>Marge</i>	16,9%	17,8%	12,1%		14,1%	3,0%	
EBIT	0,5	0,4	0,0	1525,0%	0,7	-1,5	-
<i>Marge</i>	7,0%	5,5%	0,6%		3,4%	-8,9%	
EPS in EUR	0,08	0,04	0,02	300,0%	0,11	-0,21	-

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Wesentlicher Träger des **Umsatzwachstums von über 35% auf EUR 7,8 Mio.** war das Segment **Industrial Automation**. Hier stieg der Umsatz um 42% auf EUR 5,2 Mio. Dabei profitiert Softing von einer anziehenden Nachfrage der Kunden aus der **Prozessindustrie**, wo das Unternehmen mit seinen Lösungen für Prozessabläufe (BUS-Systeme) eine starke Marktposition besitzt.

Auch die Erholung im **Maschinenbau** hat zu der guten Entwicklung in diesem Segment beigetragen. Neben Abrufen aus bestehenden Rahmenvereinbarungen sind es auch neue Verträge, die zu dieser starken Entwicklung beigetragen haben.

Das **Segment Automotive Electronics** wuchs ebenfalls. Hier stieg der Umsatz gegenüber dem Vorjahresquartal **um 23% auf EUR 2,6 Mio.** Da Softings Produkte nicht direkt im Automobil zum Einsatz kommen, partizipiert Softing nur mittelbar an der operativen Entwicklung der Automobilindustrie.

Aufgrund des starken Umsatzzanstiegs konnte Softing auch das operative Ergebnis steigern. Zudem reflektiert Softings EBIT-Marge eine gesenkte Kostenbasis, da Softing seit dem vergangenen Jahr langfristig wenig erfolversprechende Geschäftsbereiche nicht mehr fortführt.

Im nächsten Jahr sollte das Industrial Automation Segment von einem dynamischen Wachstum im Segment Automotive Electronics flankiert werden. Dabei sollte Softing von wieder steigenden Entwicklungsbudgets der Automobilindustrie profitieren.

Vor diesem Hintergrund wurden die Schätzungen angehoben: Für 2011e wird ein Umsatzwachstum im zweistelligen Prozentbereich erwartet. Die EBIT-Marge sollte ebenfalls deutlich gesteigert werden und sich durch das Operative Leverage wieder in Richtung 10% bewegen. Die anziehende operative Dynamik sollte sich auch positiv auf die Kursentwicklung auswirken.

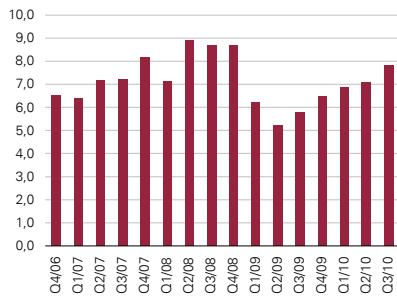
Vor diesem Hintergrund wird das Rating Kaufen bestätigt. Das Kursziel wurde von EUR 3,30 auf EUR 3,70 angehoben (ca. 50% Kurspotenzial).

Geschäftsjahresende:

31.12.	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<i>in EUR Mio</i>							
Umsatz	23,6	29,0	33,4	23,7	29,8	33,0	34,7
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	6,9 %	22,8 %	15,1 %	-29,1 %	25,9 %	10,7 %	5,0 %
Rohhertrag	20,2	23,8	26,6	19,5	23,7	25,6	26,9
<i>Rohhertragsmarge</i>	85,7 %	82,2 %	79,9 %	82,5 %	79,6 %	77,5 %	77,6 %
EBITDA	2,9	5,1	5,8	0,6	4,3	5,5	6,2
<i>EBITDA-Marge</i>	12,5 %	17,8 %	17,5 %	2,5 %	14,5 %	16,6 %	17,8 %
EBIT	-2,0	2,3	3,4	-2,5	1,2	2,4	3,0
<i>EBIT-Marge</i>	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	4,2 %	7,2 %	8,5 %
Jahresüberschuss	-1,4	1,2	2,5	-1,8	0,8	1,4	1,8
EPS	-0,25	0,22	0,46	-0,35	0,16	0,28	0,36
Free Cash Flow je Aktie	-0,13	0,45	0,44	-0,17	-0,22	0,25	0,37
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,4	2,5	2,2	21,5	3,3	2,3	1,8
EV/EBIT	n.m.	5,6	3,8	n.m.	11,3	5,4	3,7
KGK	n.m.	11,3	5,4	n.m.	15,6	8,9	6,9
ROCE	-11,4 %	13,3 %	17,7 %	-13,0 %	6,8 %	12,3 %	14,0 %
Adj. Free Cash Flow Yield	0,1 %	19,5 %	24,8 %	n.a.	5,5 %	18,8 %	28,7 %

Entwicklung Umsatz

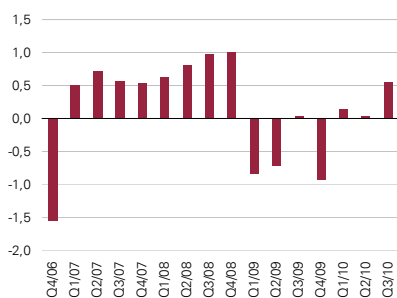
in EUR Mio.



Quelle: Softing

Entwicklung EBIT

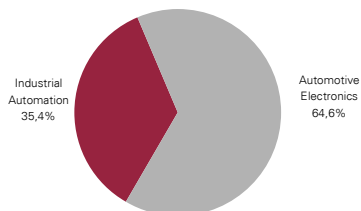
in EUR Mio.



Quelle: Softing

EBIT nach Geschäftsbereichen

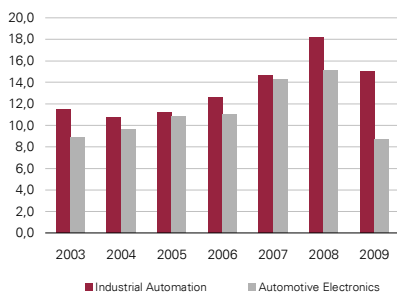
2009



Quelle: Softing

Umsatzentwicklung der Segmente

2003-2009; in EUR Mio.



Quelle: Softing

Unternehmenshintergrund

Softing hat das erforderliche Know-how über den Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Damit adressiert das Unternehmen die Märkte...

...Industrial Automation: In diesem Segment bietet Softing Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen an. Zu diesen zählen Montagelinien, chemische Anlagen, die Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.

...Automotive Electronics: Softings Lösungen kommen nicht im Fahrzeug selbst zum Einsatz, sondern ermöglichen es Ingenieuren und Werkstätten, die Elektronik von PKW und LKW in der Entwicklungsphase, der Produktion oder bei der Reparatur zu testen und Fehler durch Auswertung von Daten zu erkennen.

Wettbewerbsqualität

Softings Qualität im Wettbewerb basiert auf...

...dem in mehr als 25 Jahren gewachsenen Know-how.

...der Finanzkraft, die das Unternehmen von den meist kleineren Wettbewerbern (Ingenieurbüros etc.) differenziert.

...dem Fokus auf etablierte Standards: Wie der Austausch von Informationen in der Fahrzeugelektronik oder zwischen Anlagen und Maschinen erfolgt, wird durch unterschiedliche Standards definiert. Softing ist fokussiert auf etablierte Standards und erreicht dadurch eine Abdeckung von ca. 70% des Marktes.

Lösungen von Softing erfahren Wertschätzung, denn diese...

...tragen dazu bei, Produktionsprozesse effizient zu steuern, minimieren Ausfallzeiten von Produktionsanlagen, reduzieren Zeiten der Fehlerdiagnose an Fahrzeugen, ...erfüllen kritische Anforderungen, die an Öl- und Gasanlagen gestellt werden (z.B. Explosionssicherheit).

...unterstützen die Kunden bei der Entwicklung neuer Produkte, verkürzen so Entwicklungszyklen und tragen damit zur Kostensenkung bei.

Deshalb ist Softing...

...Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).

...europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander als auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).

...Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei mehr als der Hälfte aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.

Softings Wettbewerbsposition wird gesichert durch...

...die Mitarbeit in internationalen Gremien, die Standards für den Austausch von Informationen festlegen. Dadurch wird eine kurze Time to Market erreicht.

...die Kundenbindung, die durch den Einbau der Softing-Lösungen in die Produkte der Kunden erreicht wird („Design In“).

Zudem ist die hohe Komplexität der Geschäftstätigkeit von Softing DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	23,6	29,0	33,4	23,7	29,8	33,0	34,7
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	2,2	1,8	1,9	2,2	2,5	2,0	2,0
Gesamtleistung	25,8	30,8	35,2	25,8	32,3	35,0	36,7
Materialaufwand	5,6	7,0	8,6	6,3	8,6	9,4	9,8
Rohrertrag	20,2	23,8	26,6	19,5	23,7	25,6	26,9
Personalaufwendungen	13,7	15,0	16,3	14,9	15,5	16,0	16,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,3	0,5	0,8	0,6	0,6	0,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,9	4,0	5,0	4,8	4,5	4,7	4,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	2,9	5,1	5,8	0,6	4,3	5,5	6,2
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5
EBITA	2,7	4,8	5,5	0,3	3,8	5,0	5,7
Abschreibungen auf iAV	4,6	2,5	2,0	2,4	2,6	2,6	2,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
EBIT	-2,0	2,3	3,4	-2,5	1,2	2,4	3,0
Zinserträge	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-2,1	2,3	3,5	-2,5	1,2	2,4	3,0
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-2,1	2,3	3,5	-2,5	1,2	2,4	3,0
Steuern gesamt	-0,8	1,1	1,0	-0,7	0,2	0,7	0,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-1,4	1,2	2,4	-1,8	1,1	1,7	2,1
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-1,4	1,2	2,4	-1,8	1,1	1,7	2,1
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Jahresüberschuss	-1,4	1,2	2,5	-1,8	0,8	1,4	1,8

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierte Eigenleistungen	9,2 %	6,3 %	5,6 %	9,1 %	8,4 %	6,1 %	5,8 %
Gesamtleistung	109,2 %	106,3 %	105,6 %	109,1 %	108,4 %	106,1 %	105,8 %
Materialaufwand	23,6 %	24,2 %	25,7 %	26,7 %	28,8 %	28,6 %	28,2 %
Rohrertrag	85,7 %	82,2 %	79,9 %	82,5 %	79,6 %	77,5 %	77,6 %
Personalaufwendungen	58,2 %	51,7 %	48,9 %	63,1 %	52,0 %	48,5 %	47,6 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,6 %	1,1 %	1,4 %	3,5 %	2,0 %	1,8 %	1,7 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,6 %	13,8 %	14,9 %	20,4 %	15,1 %	14,2 %	13,9 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	12,5 %	17,8 %	17,5 %	2,5 %	14,5 %	16,6 %	17,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,2 %	1,1 %	1,1 %	1,5 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %
EBITA	11,3 %	16,7 %	16,4 %	1,1 %	12,9 %	15,1 %	16,3 %
Abschreibungen auf iAV	19,7 %	8,7 %	6,1 %	10,3 %	8,7 %	7,9 %	7,8 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	4,2 %	7,2 %	8,5 %
Zinserträge	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	1,0 %	0,5 %	0,4 %	0,7 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Finanzergebnis	-0,6 %	-0,1 %	0,1 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-9,0 %	7,9 %	10,4 %	-10,7 %	4,2 %	7,2 %	8,5 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	-9,0 %	7,9 %	10,4 %	-10,7 %	4,2 %	7,2 %	8,5 %
Steuern gesamt	-3,3 %	3,7 %	3,1 %	-2,9 %	0,6 %	2,2 %	2,6 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-5,8 %	4,3 %	7,3 %	-7,8 %	3,5 %	5,0 %	6,0 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-5,8 %	4,3 %	7,3 %	-7,8 %	3,5 %	5,0 %	6,0 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	-0,1 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %
Jahresüberschuss	-5,8 %	4,3 %	7,4 %	-7,7 %	2,7 %	4,3 %	5,3 %

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Softing

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,0	5,7	6,8	7,2	7,6	7,5	7,3
davon übrige imm. VG	3,7	3,4	4,1	4,7	5,1	5,0	4,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,4	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4
Sachanlagen	0,5	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Finanzanlagen	0,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Anlagevermögen	6,6	7,3	8,7	9,0	9,4	9,3	9,1
Vorräte	1,6	1,9	2,5	2,2	2,1	2,2	2,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,7	5,5	5,5	4,1	5,1	5,6	5,9
Sonstige Vermögensgegenstände	3,4	2,0	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Liquide Mittel	2,7	4,9	5,6	4,2	3,1	4,3	6,2
Umlaufvermögen	12,4	14,4	14,8	12,5	12,3	14,1	16,4
Bilanzsumme (Aktiva)	19,0	21,7	23,4	21,5	21,7	23,5	25,5
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kapitalrücklage	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Gewinnrücklagen	5,4	6,9	9,5	7,5	8,3	9,8	11,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,3	-0,3	-1,1	-1,3	-1,6	-1,3	-1,1
Buchwert	12,4	13,9	15,7	13,5	14,0	15,7	17,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	12,4	13,9	15,9	13,6	14,1	15,8	17,9
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,1	0,8	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Rückstellungen gesamt	1,3	1,0	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,6	4,0	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,9	1,2	1,0	1,6	1,2	1,3	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	1,8	1,5	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Verbindlichkeiten	6,5	7,8	7,5	7,9	7,5	7,6	7,6
Bilanzsumme (Passiva)	19,0	21,7	23,4	21,5	21,7	23,5	25,5

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Softing

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,7 %	26,3 %	29,2 %	33,4 %	34,9 %	31,8 %	28,6 %
davon übrige imm. VG	19,3 %	15,5 %	17,5 %	22,1 %	23,7 %	21,5 %	19,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,4 %	10,8 %	11,7 %	11,3 %	11,2 %	10,4 %	9,6 %
Sachanlagen	2,8 %	2,7 %	3,5 %	3,1 %	3,2 %	3,0 %	2,7 %
Finanzanlagen	0,0 %	4,5 %	4,4 %	5,3 %	5,3 %	4,9 %	4,5 %
Anlagevermögen	34,5 %	33,5 %	37,1 %	41,9 %	43,4 %	39,7 %	35,7 %
Vorräte	8,4 %	8,7 %	10,7 %	10,4 %	9,7 %	9,4 %	9,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24,5 %	25,6 %	23,3 %	19,0 %	23,5 %	23,8 %	23,1 %
Sonstige Vermögensgegenstände	17,9 %	9,4 %	5,3 %	9,5 %	9,4 %	8,7 %	8,0 %
Liquide Mittel	14,4 %	22,7 %	23,8 %	19,4 %	14,1 %	18,3 %	24,3 %
Umlaufvermögen	65,3 %	66,3 %	63,1 %	58,3 %	56,7 %	60,2 %	64,5 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	29,5 %	26,0 %	24,1 %	26,2 %	26,0 %	24,0 %	22,1 %
Kapitalrücklage	8,9 %	7,8 %	7,2 %	7,8 %	7,8 %	7,2 %	6,6 %
Gewinnrücklagen	28,6 %	31,6 %	40,6 %	35,1 %	38,5 %	41,5 %	45,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,4 %	-1,5 %	-4,6 %	-6,2 %	-7,5 %	-5,7 %	-4,5 %
Buchwert	65,5 %	63,9 %	67,2 %	62,9 %	64,7 %	67,0 %	69,6 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,8 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Eigenkapital	65,5 %	63,9 %	68,0 %	63,3 %	65,1 %	67,4 %	70,0 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	6,0 %	3,8 %	2,6 %	4,6 %	4,6 %	4,2 %	3,9 %
Rückstellungen gesamt	6,7 %	4,7 %	4,3 %	5,9 %	5,8 %	5,4 %	5,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	13,5 %	18,4 %	14,8 %	15,4 %	15,3 %	14,1 %	13,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,6 %	5,8 %	4,2 %	7,3 %	5,5 %	5,5 %	5,1 %
Sonstige Verbindlichkeiten	9,4 %	7,1 %	8,8 %	8,2 %	8,2 %	7,5 %	6,9 %
Verbindlichkeiten	34,2 %	36,0 %	32,2 %	36,8 %	34,8 %	32,5 %	30,0 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Softing

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,4	1,2	2,4	-1,8	1,1	1,7	2,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,6	2,5	2,0	2,4	2,6	2,6	2,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,6	1,1	1,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	3,0	5,2	6,0	0,5	4,1	4,8	5,3
Veränderung Vorräte	0,1	-0,3	-0,4	0,3	0,1	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,3	-1,7	0,6	1,8	-1,0	-0,5	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,4	1,9	-0,6	-0,9	-0,5	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,6	-0,1	-0,5	1,2	-1,8	-0,5	-0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,3	5,1	5,5	1,7	2,4	4,3	4,9
CAPEX	-3,1	-2,6	-3,2	-2,6	-3,5	-3,0	-3,0
Zugänge aus Akquisitionen	-1,0	-0,4	-1,0	-0,3	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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-4,0	-3,0	-4,1	-2,9	-3,5	-3,0	-3,0
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	-0,3	0,0	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,3	0,0	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-2,0	2,2	0,6	-1,4	-1,1	1,3	1,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,7	4,9	5,6	4,1	3,1	4,3	6,2

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Softing

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	96,8 %	88,5 %	88,1 %	106,6 %	93,9 %	89,5 %	87,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	119.172	138.603	141.938	104.251	132.444	144.737	151.974
EBITDA je Mitarbeiter	14.854	24.632	24.841	2.652	19.189	23.956	27.100
EBIT-Marge	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	4,2 %	7,2 %	8,5 %
EBITDA / Operating Assets	49,7 %	76,0 %	75,1 %	11,1 %	64,5 %	75,9 %	81,5 %
ROA	-20,8 %	17,0 %	28,5 %	-20,2 %	8,5 %	15,1 %	20,0 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	43,9	49,7	41,3	35,3	42,9	47,2	51,0
Operating Assets Turnover	4,0	4,3	4,3	4,4	4,5	4,6	4,6
Capital Employed Turnover	1,5	1,6	1,7	1,3	1,6	1,6	1,6
Kapitalverzinsung							
ROCE	-11,4 %	13,3 %	17,7 %	-13,0 %	6,8 %	12,3 %	14,0 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	16,8 %	29,6 %	30,2 %	3,2 %	23,8 %	28,3 %	29,2 %
ROE	-11,0 %	8,9 %	15,5 %	-13,3 %	5,7 %	8,9 %	10,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-10,4 %	9,4 %	16,6 %	-12,3 %	5,8 %	9,4 %	10,8 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-10,4 %	9,4 %	16,4 %	-12,5 %	7,6 %	11,1 %	12,3 %
ROIC	-7,7 %	6,2 %	11,3 %	-9,4 %	5,2 %	7,6 %	8,7 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-0,2	-0,9	-2,1	-0,9	0,3	-1,0	-2,9
Net Gearing	-1,4 %	-6,7 %	-13,2 %	-6,3 %	1,8 %	-6,3 %	-16,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	484,9 %	347,1 %	459,8 %	411,0 %	426,3 %	477,8 %	538,8 %
Current ratio	2,4	2,1	2,3	1,9	2,0	2,2	2,6
Acid Test Ratio	1,7	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,8
EBITDA / Zinsaufwand	13,0	36,8	41,4	3,6	43,2	54,6	61,8
Netto Zinsdeckung	n.a.	16,6	180,4	n.a.	18,5	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-0,7	2,5	2,4	-0,9	-1,1	1,3	1,9
Free Cash Flow / Umsatz	-3,1 %	8,5 %	7,1 %	-3,7 %	-3,8 %	3,8 %	5,5 %
Adj. Free Cash Flow	0,0	2,5	3,2	-2,3	0,8	2,4	3,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	8,1 %	14,2 %	13,9 %	-1,4 %	10,8 %	11,7 %	12,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	53,7 %	199,9 %	95,4 %	48,3 %	-139,1 %	89,0 %	103,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,3 %	3,2 %	3,6 %	2,0 %	2,8 %	2,7 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	7,1 %	4,3 %	3,8 %	4,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	13,0 %	9,0 %	9,5 %	11,1 %	11,7 %	9,1 %	8,7 %
Maint. Capex / Umsatz	3,2 %	2,8 %	2,4 %	3,4 %	2,7 %	2,4 %	2,3 %
CAPEX / Abschreibungen	62,2 %	92,4 %	131,3 %	85,5 %	113,8 %	96,9 %	93,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	21,6 %	20,0 %	19,7 %	24,7 %	18,0 %	18,9 %	19,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	529,5 %	444,1 %	550,6 %	261,3 %	425,0 %	430,8 %	453,8 %
Inventory processing period (Tage)	24,7	23,8	27,4	34,3	25,2	24,3	24,3
Receivables collection period (Tage)	72,1	69,9	59,7	63,1	62,0	62,0	62,0
Payables payment period (Tage)	13,6	15,7	10,8	24,1	15,0	14,0	14,0
Cash conversion cycle (Tage)	83,2	78,0	76,2	73,2	72,2	72,3	72,3
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9	0,8	0,7
EV/sales	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,4	2,5	2,2	21,5	3,3	2,3	1,8
EV/EBIT	n.m.	5,6	3,8	n.m.	11,3	5,4	3,7
EV/FCF	n.m.	5,2	5,5	n.m.	n.m.	10,2	5,8
P/E	n.m.	11,3	5,4	n.m.	15,6	8,9	6,9
P/CF	4,3	2,5	2,1	24,4	3,1	2,7	2,4
Adj. Free Cash Flow Yield	22,8 %	40,0 %	46,2 %	4,0 %	29,4 %	37,1 %	48,5 %

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Softing

Angaben in Mio. EUR

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	-1,4	1,2	2,5	-1,8	0,8	1,4	1,8
+ Abschreibung + Amortisation	4,9	2,8	2,4	3,1	3,1	3,1	3,2
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
+ Steuern	-0,8	1,1	1,0	-0,7	0,2	0,7	0,9
- Erhaltungsinvestitionen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
+ Sonstiges	-2,2	-1,8	-1,9	-2,2	-2,5	-2,0	-2,0
= Adjustierter Free Cash Flow	0,0	2,5	3,2	-2,3	0,8	2,4	3,1
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,1%	19,5%	24,8%	-18,0%	5,5%	18,8%	28,7%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	12,9	12,9	12,9	12,9	14,1	12,8	10,9
= Fairer Enterprise Value	0,1	25,2	32,1	-	7,7	24,1	31,3
- Nettoverschuldung (Cash)	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	0,3	-1,0	-2,9
- Pensionsverbindlichkeiten	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
- Sonstige	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
= Faire Marktkapitalisierung	-	25,0	31,9	-	6,3	24,0	33,1
Aktienanzahl (Mio.)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	4,89	6,25	-	1,24	4,71	6,48
Premium (-) / Discount (+) in %	-	96,6%	151,0%	-	-50,2%	89,0%	160,3%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	-	3,75	4,80	-	0,89	3,62	5,07
	12,0%	-	4,07	5,20	-	0,99	3,92	5,46
Fairer	11,0%	-	4,45	5,68	-	1,10	4,28	5,92
Free Cash Flow	10,0%	-	4,89	6,25	-	1,24	4,71	6,48
Yield	9,0%	-	5,44	6,95	-	1,41	5,23	7,16
	8,0%	-	6,13	7,82	-	1,62	5,89	8,01
	7,0%	-	7,01	8,95	-	1,88	6,73	9,11

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

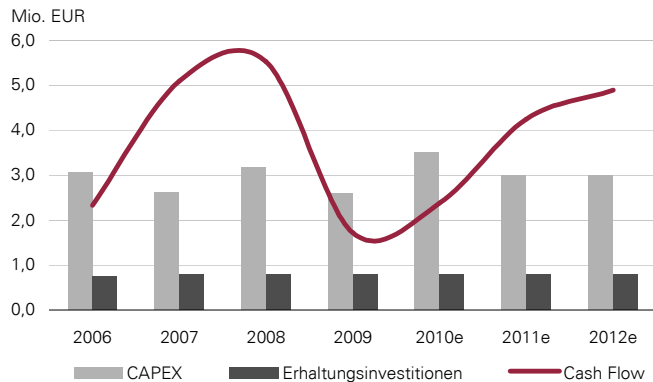
DCF Modell - Softing														
Angaben in Mio. EUR														
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	29,8	33,0	34,7	36,0	37,4	38,6	39,8	41,0	42,1	43,1	44,0	44,9	45,8	46,8
Veränderung	25,9%	10,7%	5,0%	4,0%	3,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
EBIT	1,2	2,4	3,0	2,5	3,0	3,5	3,6	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	4,0
EBIT-Marge	4,2%	7,2%	8,5%	7,0%	8,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%
Steuerquote	15,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	1,1	1,7	2,1	1,8	2,1	2,4	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8
Abschreibungen	3,1	3,1	3,2	3,2	3,4	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2
in % vom Umsatz	10,3%	9,4%	9,3%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-3,5	-3,0	-3,0	-3,2	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,2
Investitionsquote	11,7%	9,1%	8,7%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Übriges	0,4	0,4	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,2	1,7	1,6	0,9	1,6	1,9	2,0	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3

Modellparameter				Wertermittlung (Mio. EUR)			
Fremdkapitalquote	15,00%	Beta	1,50	Barwerte bis 2023	12,1		
Fremdkapitalzins	5,0%	WACC	10,62%	Terminal Value	7,1		
Markttrendite	9,25%			Verbindlichkeiten	-4,3		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%	Liquide Mittel	4,2	Aktienzahl (Mio.)	5,10
				Eigenkapitalwert	19,0	Wert je Aktie (EUR)	3,72

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)														
Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge						
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP
11,62%	3,23	3,25	3,28	3,31	3,34	3,37	3,40	11,62%	2,48	2,76	3,03	3,31	3,58	3,86
11,12%	3,41	3,44	3,47	3,50	3,54	3,57	3,61	11,12%	2,63	2,92	3,21	3,50	3,79	4,08
10,87%	3,51	3,54	3,57	3,61	3,65	3,69	3,73	10,87%	2,71	3,01	3,31	3,61	3,91	4,20
10,62%	3,61	3,64	3,68	3,72	3,76	3,81	3,85	10,62%	2,80	3,11	3,41	3,72	4,03	4,33
10,37%	3,72	3,76	3,80	3,84	3,88	3,93	3,98	10,37%	2,89	3,21	3,52	3,84	4,15	4,47
10,12%	3,83	3,87	3,92	3,96	4,01	4,07	4,12	10,12%	2,99	3,32	3,64	3,96	4,29	4,61
9,62%	4,08	4,13	4,19	4,24	4,30	4,37	4,43	9,62%	3,21	3,55	3,90	4,24	4,59	4,93

Quelle: Warburg Research

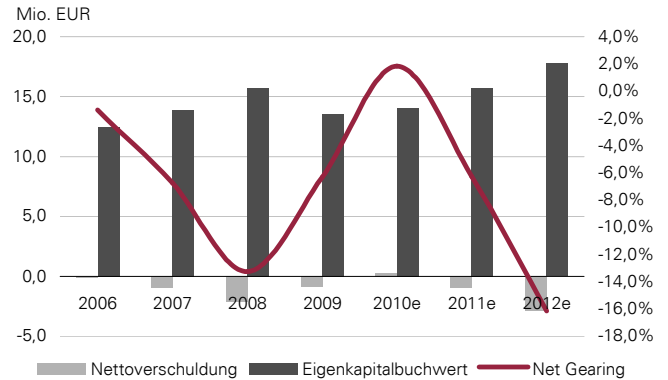
Investitionen und Cash Flow - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- CAPEX resultieren hauptsächlich aus aktivierten Entwicklungsaufwendungen.

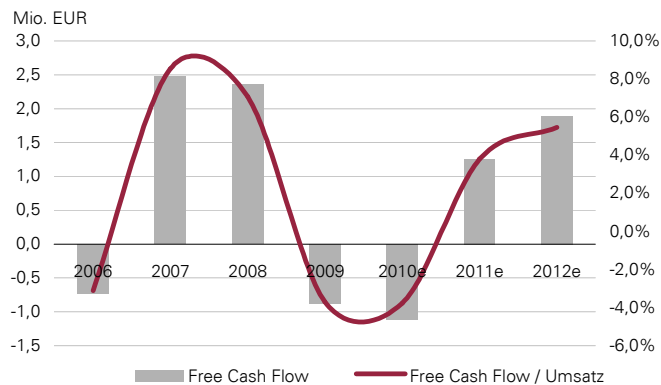
Bilanzqualität - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Solide Bilanz trotz eines hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte.

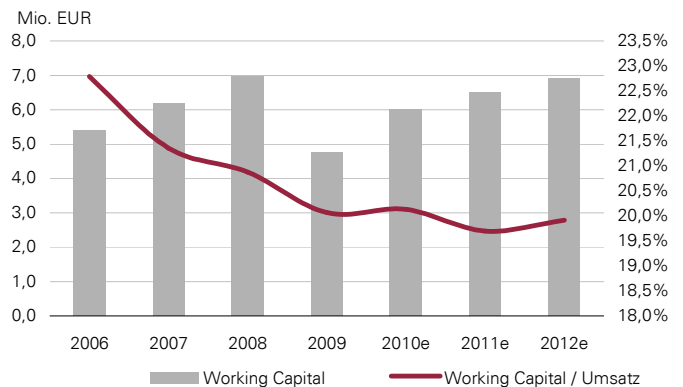
Free Cash Flow Generation - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2006: Verzögerungen in der Entwicklung im Segment AE belasten den CF

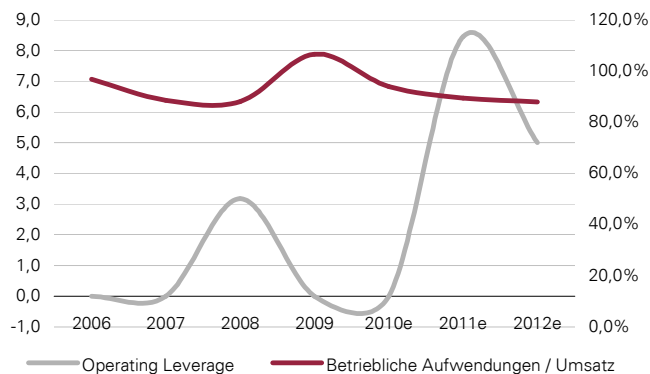
Working Capital - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Working Capital-Quote langfristig bei ca. 20% erwartet

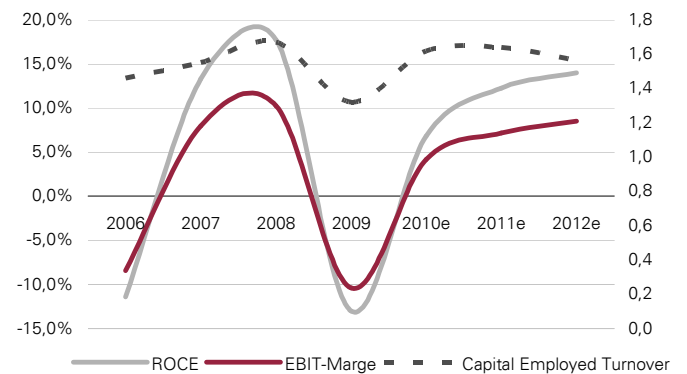
Operating Leverage - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2009e: Anstieg der Quote betrieblicher Aufwendungen in Folge der...
- ...sinkenden Umsatzbasis.

ROCE Entwicklung - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- In einem stabilen wirtschaftlichen Umfeld sollte Softing...
- ...EBIT-Margen von 10% erreichen.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & 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, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & 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 KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & 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 KGaA oder der Warburg Research GmbH 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

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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 das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

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

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.

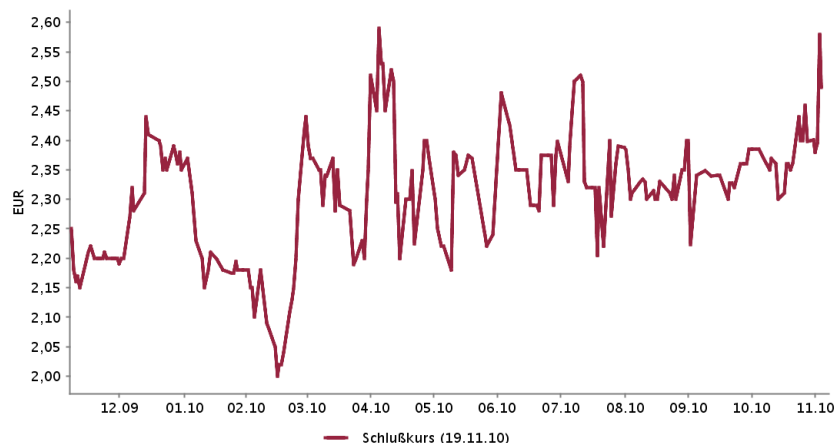
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	60%
Halten	55	29%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	12	6%
Gesamt	187	

M.M.Warburg & CO KGaA und 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	83	70%
Halten	29	24%
Verkaufen	3	3%
Empf. ausgesetzt	4	3%
Gesamt	119	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Softing AG am 22.11.10**



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.

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com
Finn Henning Breiter	+49 40 309537-230 fbreiter@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Tim Kruse	+49 40 309537-180 tkruse@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 40 3282-2686 beffler@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 40 3282-2630 bkassen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com