

Buy EUR 8,50 (EUR 8,00) Kurs EUR 7,44 Upside 14,3 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 8,50 FCF-Value Potential: 8,90	Aktien Daten: Bloomberg: SYT GR Reuters: SYTG ISIN: DE0005178008	Beschreibung: Softwarelösungen (z.B. Fehlerdiagnose) für industrielle Anlagen und die Fahrzeugelektronik
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 46,7 Aktienanzahl (Mio.): 6,1 EV: 40,2 Freefloat MC: 32,0 Ø Trad. Vol. (30T): 109,74	Aktionäre: Freefloat 68,5 % Trier Asset Mgmt 26,7 % Eigene Aktien 4,8 %	Risikoprofil (WRe): 2012e Beta: 1,4 KBV: 2,1 x EK-Quote: 63 % Net Fin. Debt / EBITDA: -0,9 x Net Debt / EBITDA: -0,8 x

Weiterer Auftrag unterstreicht gute Positionierung im Bereich der Messtechnik

Softing - Q3 2012e Angaben in Mio. EUR							Kommentar zu den Kennzahlen: § Q3 2012e: Industrial Automation: EUR 6,3 Mio. § Q3 2012e: Automotive Electronics: EUR 5,5 Mio. § Das dritte Quartal dürfte wie auch im Vorjahr aufgrund der Sommer-/Urlaubsmonate eine etwas niedrigere Profitabilität als Q2 aufweisen.
	Q3/12e	Q3/11	yoy	9M/12e	9M/11	yoy	
Umsatz	11,8	9,5	24,4 %	36,0	27,6	30,6 %	
EBIT	0,9	0,8	9,3 %	3,3	2,8	16,3 %	
<i>Marge</i>	7,5 %	8,5 %		9,2 %	10,3 %		
Jahresüberschuss	0,6	0,6	-0,2 %	2,2	2,1	7,8 %	
<i>Marge</i>	5,0 %	6,2 %		6,1 %	7,4 %		

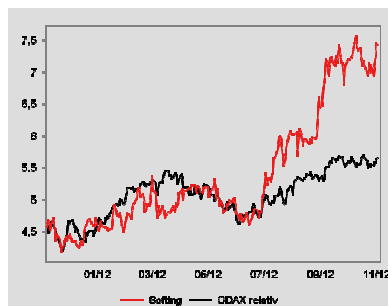
Jüngst hat Softing einen weiteren Großauftrag im Bereich der Messtechnik gemeldet. Dieser wird im Unternehmenssegment Automotive Electronics realisiert. Auftraggeber ist die Fraunhofer-Gesellschaft München. Die Messtechnik-Systeme werden von der Fraunhofer-Gesellschaft bei der Erbringung von Dienstleistungen für die Automobilindustrie eingesetzt. Der mit dem Großauftrag einhergehende Umsatz von EUR 1 Mio. wird voraussichtlich im ersten Quartal 2013 realisiert.

Die Schätzungen wurden überarbeitet. Gleichzeitig wurde das Beta leicht von 1.5 auf 1.4 reduziert, um der höheren Marktkapitalisierung und der über die letzten Jahre sehr soliden Geschäftsentwicklung Rechnung zu tragen.

Mit einem EV/EBIT von unter 7 für das Jahr 2013e ist die Aktie weiterhin günstig bewertet. Das FCF Potenzial signalisiert auf Basis der neuen Schätzungen einen Wert von EUR 9 für das Jahr 2013. Das Unternehmen hat eine leicht positive Nettofinanzposition, was im derzeit etwas angespannten Marktumfeld auch mögliche Akquisitionen positiv beeinflusst.

Das Kaufen-Rating wird bestätigt. Das Kursziel auf Basis eines DCF-Modells wird leicht auf EUR 8,50 angehoben.

Schätzungsänderungen: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.							Kommentar zu den Änderungen: § Die EBIT-Schätzung für 2012 wurde leicht reduziert § Für 2013 erwarten angesichts zuletzt positiver Meldungen ein höheres Umsatzniveau als bisher § Das erwartete höhere Umsatzvolumen führt auch zu einer Anhebung der EBIT-Schätzung für die Folgejahre
	2012e (alt)	+ / -	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	
Umsatz	48,0	0,0 %	53,0	1,9 %	57,5	1,9 %	
EBIT	5,0	-4,8 %	5,5	4,6 %	5,9	13,9 %	
EPS	0,54	-5,6 %	0,58	5,2 %	0,63	15,9 %	

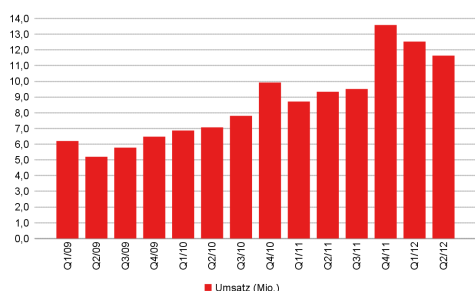


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	3,1 %
6 Monate:	33,1 %
Jahresverlauf:	32,4 %
Letzte 12 Monate:	50,3 %

Unternehmenstermine:
15.11.12 Q3

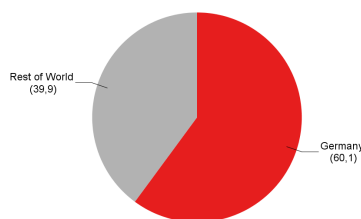
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	12,5 %	33,4	23,7	31,7	41,1	48,0	54,0	58,6
Veränd. Umsatz yoy		15,1 %	-29,1 %	33,8 %	29,9 %	16,7 %	12,5 %	8,5 %
Rohtragsmarge		79,9 %	82,5 %	80,0 %	75,6 %	73,7 %	73,8 %	73,7 %
EBITDA	14,2 %	5,8	0,6	4,8	7,4	8,6	9,9	11,0
<i>Marge</i>		17,5 %	2,5 %	15,3 %	17,9 %	17,8 %	18,3 %	18,8 %
EBIT	16,7 %	3,4	-2,5	1,5	4,2	4,8	5,7	6,7
<i>Marge</i>		10,3 %	-10,4 %	4,8 %	10,3 %	10,0 %	10,6 %	11,5 %
Nettoergebnis	13,4 %	2,5	-1,7	1,0	3,1	3,1	3,7	4,5
EPS	8,0 %	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,51	0,61	0,73
EPS adj.	8,0 %	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,51	0,61	0,73
DPS	3,6 %	0,00	0,00	0,11	0,27	0,27	0,30	0,30
Dividendenrendite		0,0 %	0,0 %	4,7 %	6,9 %	3,7 %	4,1 %	4,1 %
FCFPS		0,44	-0,17	0,04	0,60	0,64	0,56	0,75
EV / Umsatz		0,4 x	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA		2,2 x	18,2 x	2,8 x	2,8 x	4,7 x	3,9 x	3,3 x
EV / EBIT		3,7 x	n.a.	8,7 x	4,8 x	8,4 x	6,7 x	5,3 x
KGv		5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	14,2 x	11,9 x	9,9 x
KGv ber.		5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	14,2 x	11,9 x	9,9 x
FCF Yield Potential		12,8 %	-12,0 %	9,9 %	15,1 %	9,8 %	11,9 %	15,3 %
Nettoverschuldung		-1,5	0,1	1,3	-0,5	-6,5	-8,2	-10,9
ROE		16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	15,7 %	15,7 %	16,6 %
ROCE (NOPAT)		17,1 %	-12,8 %	7,4 %	18,5 %	20,5 %	24,1 %	27,2 %
Guidance:	2012: Umsatz: deutlich über EUR 45 Mio.; EBIT: rund EUR 4,8 Mio.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



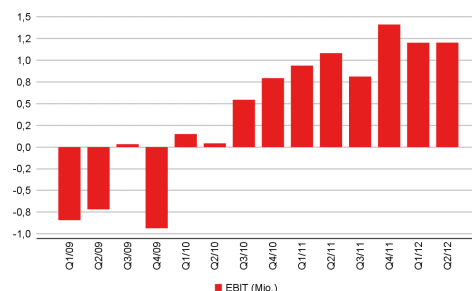
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

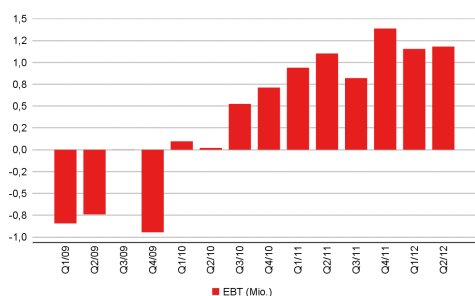
Unternehmenshintergrund

- Softing hat das erforderliche Know-how über den Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Die Geschäftstätigkeit umfasst zwei Segmente.
- Industrial Automation: Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen. Dazu zählen Montagelinien, chemische Anlagen, Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.
- Automotive Electronics: Die Lösungen ermöglichen es Ingenieuren und Werkstätten, die Elektronik von PKW/LKW in der Entwicklungsphase/Produktion/bei der Reparatur zu testen und Fehler durch Datenauswertung zu erkennen.
- Die Lösungen im Segment Automotive kommen nicht im Fahrzeug selbst zum Einsatz!
- Softing fokussiert sich auf etablierte Standards und erreicht dadurch eine Abdeckung von ca. 70% des Marktes.

Wettbewerbsqualität

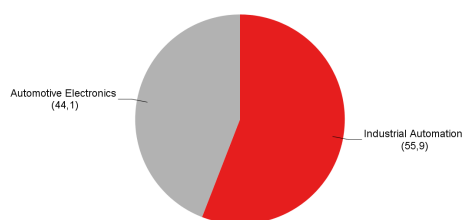
- Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander
- sowie auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei >50% aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.
- Durch Mitarbeit in internationalen Gremien, die Standards für den Austausch von Informationen festlegen, wird eine kurze Time to Market erreicht.
- Die hohe Komplexität der Geschäftstätigkeit von Softing ist eine Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



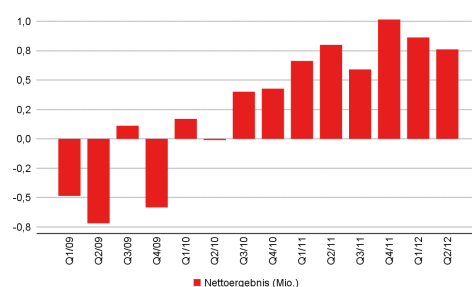
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	48,0	54,0	58,6	61,5	64,3	66,8	69,2	71,3	73,3	75,1	76,8	78,3	79,9	2,0 %
Umsatzwachstum	16,7 %	12,5 %	8,5 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	3,1 %	2,8 %	2,5 %	2,2 %	2,0 %	2,0 %	
EBIT	4,8	5,7	6,7	6,2	6,1	6,0	6,2	6,4	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	9,0 %
EBIT-Marge	10,0 %	10,6 %	11,5 %	10,0 %	9,5 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
Steuerquote (EBT)	29,5 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	5,0
NOPAT	3,4	4,0	4,7	4,3	4,3	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	
Abschreibungen	3,8	4,2	4,3	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	7,5 %
Abschreibungsquote	7,8 %	7,7 %	7,3 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,0	1,1	0,9	0,9	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	6,0
- Investitionen	3,2	3,6	3,5	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	
Investitionsquote	6,7 %	6,7 %	6,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	0,0
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)	3,9	3,5	4,6	3,6	3,8	3,8	3,9	4,1	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	5
Barwert FCF	3,9	3,2	3,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	1,5	20
Anteil der Barwerte	20,85 %			40,30 %										38,85 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	16,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
Fremdkapitalzins	3,5 %	Liquidität	1,90
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	4,00 %	Transparenz	1,20
		Sonst	1,00
WACC	9,80 %	Beta	1,40

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2024e	32		
Terminal Value	20		
Zinstr. Verbindlichkeiten	7		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	6,1
Eigenkapitalwert	53	Wert je Aktie (EUR)	8,58

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
Beta (WACC)	1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	Beta (WACC)	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	0,0	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,64 (10,8 %)	7,47	7,53	7,60	7,67	7,75	7,83	7,92	1,64 (10,8 %)	6,38	6,81	7,24	7,67	8,10	8,53	8,96
1,52 (10,3 %)	7,85	7,93	8,01	8,10	8,19	8,29	8,39	1,52 (10,3 %)	6,73	7,19	7,64	8,10	8,55	9,01	9,46
1,46 (10,1 %)	8,06	8,15	8,24	8,33	8,43	8,54	8,65	1,46 (10,1 %)	6,92	7,39	7,86	8,33	8,80	9,27	9,73
1,40 (9,8 %)	8,29	8,38	8,47	8,58	8,69	8,80	8,93	1,40 (9,8 %)	7,13	7,61	8,09	8,58	9,06	9,54	10,02
1,34 (9,6 %)	8,52	8,62	8,73	8,84	8,96	9,09	9,23	1,34 (9,6 %)	7,34	7,84	8,34	8,84	9,34	9,84	10,33
1,28 (9,3 %)	8,77	8,88	9,00	9,12	9,25	9,39	9,55	1,28 (9,3 %)	7,58	8,09	8,61	9,12	9,64	10,15	10,67
1,16 (8,8 %)	9,32	9,46	9,60	9,74	9,91	10,08	10,27	1,16 (8,8 %)	8,09	8,64	9,19	9,74	10,30	10,85	11,40

§ Die zyklische Komponente der Geschäftstätigkeit und die geringe Liquidität in der Aktie erhöhen die Kapitalkosten.

§ Im Durchschnitt sollte die langfristige EBIT-Marge bei ca. 8-9% liegen.

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,4	-1,8	1,0	3,1	3,4	4,0	4,7	
+ Abschreibung + Amortisation	2,4	3,1	3,3	3,1	3,8	4,2	4,3	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	3,2	2,6	3,2	3,1	3,2	3,6	3,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	1,6	-1,3	1,3	3,1	3,9	4,6	5,5	
Free Cash Flow Yield Potential	12,8 %	-12,0 %	9,9 %	15,1 %	9,8 %	11,9 %	15,3 %	
WACC	9,80 %	9,80 %	9,80 %	9,80 %	9,80 %	9,80 %	9,80 %	
= Enterprise Value (EV)	12,8	10,9	13,4	20,3	40,2	38,5	35,9	
= Fair Enterprise Value	16,8	n.a.	13,5	31,4	40,3	46,6	55,9	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-7,5	-9,2	-11,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	17,2	n.a.	14,0	31,9	46,7	54,8	66,7	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	2,81	n.a.	2,28	5,19	7,62	8,93	10,87	
Premium (-) / Discount (+) in %					5,1 %	23,2 %	50,0 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
WACC	12,80 %	2,17	n.a.	1,76	3,99	6,08	7,15	8,74
	11,80 %	2,35	n.a.	1,91	4,33	6,51	7,65	9,33
	10,80 %	2,56	n.a.	2,08	4,72	7,01	8,23	10,03
	9,80 %	2,81	n.a.	2,28	5,19	7,62	8,93	10,87
	8,80 %	3,12	n.a.	2,53	5,78	8,37	9,79	11,91
	7,80 %	3,51	n.a.	2,85	6,51	9,30	10,88	13,21
6,80 %	4,01	n.a.	3,25	7,45	10,52	12,28	14,89	

§ Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.

§ Die Ergebnisqualität hat sich über die letzten Jahre stark verbessert.

§ Zunehmender Anteil von Software-Umsätzen sollte sich positiv auf den FCF-Value auswirken.

Wertermittlung							
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KBV	0,9 x	0,8 x	0,8 x	1,2 x	2,1 x	1,9 x	1,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,65	1,24	1,52	1,96	2,66	3,07	3,61
EV / Umsatz	0,4 x	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA	2,2 x	18,2 x	2,8 x	2,8 x	4,7 x	3,9 x	3,3 x
EV / EBIT	3,7 x	n.a.	8,7 x	4,8 x	8,4 x	6,7 x	5,3 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kurs / FCF	6,1 x	n.a.	53,0 x	6,5 x	11,3 x	12,8 x	9,7 x
KGV	5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	14,2 x	11,9 x	9,9 x
KGV ber.*	5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	14,2 x	11,9 x	9,9 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	4,7 %	6,9 %	3,7 %	4,1 %	4,1 %
Free Cash Flow Yield Potential	12,8 %	-12,0 %	9,9 %	15,1 %	9,8 %	11,9 %	15,3 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

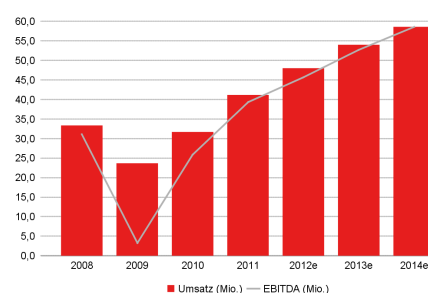
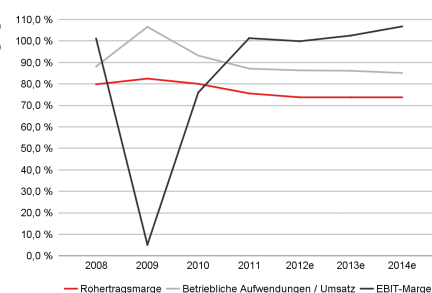
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	33,4	23,7	31,7	41,1	48,0	54,0	58,6
Veränd. Umsatz yoy	15,1 %	-29,1 %	33,8 %	29,9 %	16,7 %	12,5 %	8,5 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	1,9	2,2	2,7	2,0	2,0	2,4	2,3
Gesamterlöse	35,2	25,8	34,4	43,2	50,0	56,4	60,9
Materialaufwand	8,6	6,3	9,1	12,1	14,6	16,5	17,7
Rohertrag	26,6	19,5	25,3	31,1	35,4	39,9	43,2
Rohertragsmarge	79,9 %	82,5 %	80,0 %	75,6 %	73,7 %	73,8 %	73,7 %
Personalaufwendungen	16,3	14,9	16,1	19,4	20,5	23,5	24,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,5	0,8	0,8	1,7	0,7	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,0	4,8	5,2	6,1	7,0	7,3	8,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,8	0,6	4,8	7,4	8,6	9,9	11,0
Marge	17,5 %	2,5 %	15,3 %	17,9 %	17,8 %	18,3 %	18,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,9	1,0	1,1
EBITA	5,5	0,3	4,6	7,1	7,7	8,9	9,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,0	2,4	3,0	2,8	2,9	3,2	3,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,4	-2,5	1,5	4,2	4,8	5,7	6,7
Marge	10,3 %	-10,4 %	4,8 %	10,3 %	10,0 %	10,6 %	11,5 %
EBIT adj.	3,4	-2,5	1,5	4,2	4,8	5,7	6,7
Zinserträge	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,1	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,5	-2,5	1,4	4,2	4,8	5,7	6,7
Marge	10,4 %	-10,7 %	4,3 %	10,3 %	10,0 %	10,6 %	11,5 %
Steuern gesamt	1,0	-0,7	0,4	1,2	1,4	1,7	2,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,4	-1,8	1,0	3,1	3,4	4,0	4,7
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,4	-1,8	1,0	3,1	3,4	4,0	4,7
Minderheitenanteile	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Nettoergebnis	2,5	-1,7	1,0	3,1	3,1	3,7	4,5
Marge	7,4 %	-7,1 %	3,1 %	7,5 %	6,5 %	6,9 %	7,6 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,4	5,1	5,1	5,3	6,1	6,1	6,1
EPS	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,51	0,61	0,73
EPS adj.	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,51	0,61	0,73

*Adjustiert um:

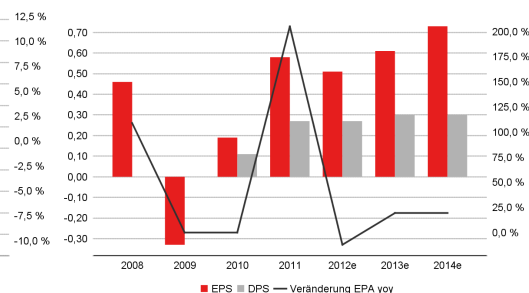
Guidance: 2012: Umsatz: deutlich über EUR 45 Mio.; EBIT: rund EUR 4,8 Mio.

Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,1 %	106,6 %	93,3 %	87,0 %	86,3 %	86,2 %	85,2 %
Operating Leverage	3,2 x	n.a.	n.a.	5,9 x	0,8 x	1,5 x	2,1 x
EBITDA / Interest expenses	41,4 x	3,6 x	16,8 x	29,1 x	85,6 x	98,8 x	110,0 x
Steuerquote (EBT)	29,6 %	27,0 %	27,2 %	28,1 %	29,5 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	57,1 %	47,1 %	49,0 %	46,1 %	39,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	141.938	104.251	141.402	159.488	171.429	168.750	177.545

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

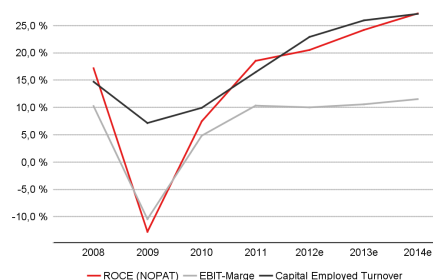
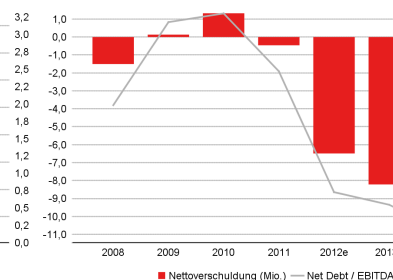
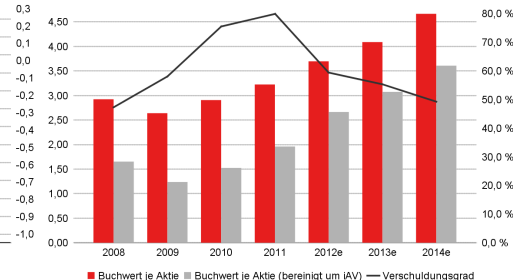
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,8	7,2	7,1	6,7	6,3	6,2	6,5
davon übrige imm. VG	1,1	1,3	1,0	0,7	0,6	0,5	0,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Sachanlagen	0,8	0,7	0,6	1,1	1,0	0,7	0,3
Finanzanlagen	1,0	1,1	1,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	8,7	9,0	9,6	8,7	8,2	7,8	7,7
Vorräte	2,5	2,2	2,0	3,6	3,2	3,6	3,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,5	4,1	6,8	8,3	8,5	9,6	10,4
Liquide Mittel	5,6	4,2	6,1	8,5	14,6	16,3	18,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,2	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Umlaufvermögen	14,8	12,5	16,7	22,2	28,0	31,2	35,0
Bilanzsumme (Aktiva)	23,4	21,5	26,3	31,0	36,2	39,0	42,7
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	9,5	7,5	8,3	10,6	13,8	17,5	22,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,1	-1,3	-0,8	-0,8	1,6	0,2	-0,7
Buchwert	15,7	13,5	14,9	17,2	22,7	25,1	28,6
Anteile Dritter	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	15,9	13,6	15,0	17,2	22,7	25,1	28,6
Rückstellungen gesamt	1,0	1,3	1,3	1,7	1,7	1,7	1,7
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,6	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	3,5	3,3	6,3	7,1	7,1	7,1	7,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,0	1,6	1,7	2,9	2,6	3,0	3,2
Sonstige Verbindlichkeiten	2,1	1,8	1,9	2,1	2,1	2,1	2,1
Verbindlichkeiten	7,5	7,9	11,3	13,8	13,5	13,9	14,1
Bilanzsumme (Passiva)	23,4	21,5	26,3	31,0	36,2	39,0	42,7

Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,3 x	4,4 x	4,1 x	4,0 x	4,8 x	5,0 x	5,1 x
Capital Employed Turnover	2,3 x	1,7 x	1,9 x	2,5 x	3,0 x	3,2 x	3,3 x
ROA	28,5 %	-18,6 %	10,3 %	35,1 %	38,3 %	48,0 %	58,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	17,1 %	-12,8 %	7,4 %	18,5 %	20,5 %	24,1 %	27,2 %
ROE	16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	15,7 %	15,7 %	16,6 %
Adj. ROE	16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	15,7 %	15,7 %	16,6 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-1,5	0,1	1,3	-0,5	-6,5	-8,2	-10,9
Nettofinanzverschuldung	-2,1	-0,9	0,2	-1,5	-7,5	-9,2	-11,9
Net Gearing	-9,5 %	1,0 %	8,8 %	-2,7 %	-28,6 %	-32,7 %	-37,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-36,1 %	-142,7 %	3,6 %	-20,1 %	-87,8 %	-93,6 %	-108,0 %
Buchwert je Aktie	2,9	2,6	2,9	3,2	3,7	4,1	4,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,7	1,2	1,5	2,0	2,7	3,1	3,6

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

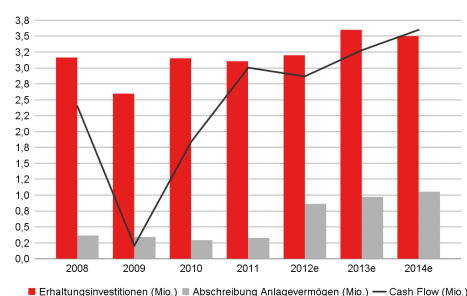
Quelle: Warburg Research

Cash flow

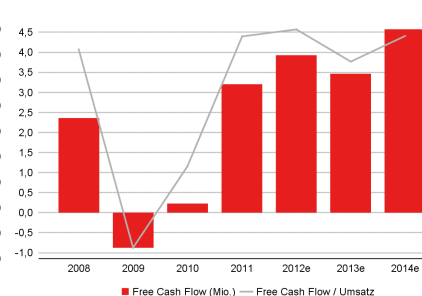
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,4	-1,8	1,0	3,1	3,4	4,0	4,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,9	1,0	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,0	2,4	3,0	2,8	2,9	3,2	3,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,1	-0,7	0,3	1,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	6,0	0,5	4,6	7,5	7,1	8,2	9,0
Veränderung Vorräte	-0,4	0,3	0,2	-0,8	0,4	-0,4	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,6	1,8	-3,5	-0,2	-0,2	-1,1	-0,8
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0,4	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,6	-0,9	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,5	1,2	-1,2	-1,2	0,0	-1,1	-0,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	5,5	1,7	3,4	6,3	7,1	7,1	8,1
Investitionen in iAV	-2,6	-2,4	-2,9	-2,4	-2,5	-2,9	-2,8
Investitionen in Sachanlagen	-0,5	-0,1	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Zugänge aus Akquisitionen	-1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-1,3	0,6	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	-4,1	-2,9	-4,4	-2,5	-3,2	-3,6	-3,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	-0,6	-1,4	-1,7	-1,9
Erwerb eigener Aktien	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,5	0,0	3,5	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,8	-0,3	1,7	-0,8	2,1	-1,7	-1,9
Veränderung liquide Mittel	0,6	-1,4	0,7	3,0	6,0	1,7	2,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	5,6	4,1	4,9	7,3	13,3	15,1	17,7

Kennzahlen

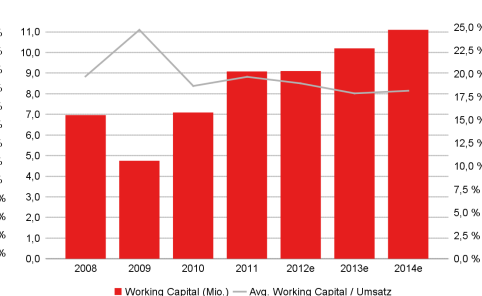
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	2,4	-0,9	0,2	3,2	3,9	3,5	4,6
Free Cash Flow / Umsatz	7,1 %	-3,7 %	0,7 %	7,8 %	8,2 %	6,4 %	7,8 %
Free Cash Flow Potential	1,6	-1,3	1,3	3,1	3,9	4,6	5,5
Free Cash Flow / Umsatz	7,1 %	-3,7 %	0,7 %	7,8 %	8,2 %	6,4 %	7,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	95,4 %	52,3 %	23,0 %	104,4 %	125,4 %	92,6 %	102,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,6 %	2,0 %	2,1 %	3,5 %	0,9 %	0,6 %	0,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,8 %	4,9 %	6,0 %	3,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	9,5 %	11,0 %	10,0 %	7,5 %	6,7 %	6,7 %	6,0 %
Maint. Capex / Umsatz	9,5 %	11,0 %	10,0 %	7,5 %	6,7 %	6,7 %	6,0 %
CAPEX / Abschreibungen	131,3 %	84,7 %	95,1 %	99,2 %	85,0 %	86,3 %	82,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	19,7 %	24,7 %	18,7 %	19,6 %	18,9 %	17,9 %	18,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	550,6 %	261,3 %	390,0 %	290,4 %	326,9 %	320,0 %	325,0 %
Vorratumschlag	3,4 x	2,8 x	4,5 x	3,3 x	4,6 x	4,6 x	4,5 x
Receivables collection period (Tage)	60	63	78	74	65	65	65
Payables payment period (Tage)	42	91	70	86	65	66	66
Cash conversion cycle (Tage)	82	60	29	46	29	27	29

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR

Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & 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 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, 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 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, 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 das DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, 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, offenzulegen.

Die von 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 Warburg Research GmbH noch die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA 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.

QUELLEN

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

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** hält
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierte Unternehmens übernommen hat
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Softing	5, 6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

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

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	109	57
Halten	68	36
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	191	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	94	59
Halten	57	36
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	160	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [05.11.2012]


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.

RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Malte Rätther Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com

Henner Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Roland Rapelius Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodlar@warburg-research.com
Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Robert Conredel Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Julian Straube Small & Mid Caps	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@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
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Support

Katharina Bruns Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com
--	--

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
--	---	---	---