

<b>Buy</b>  <b>EUR 8,50</b>  Kurs <b>EUR 6,68</b> <b>Upside 27,3 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 8,50 FCF-Value Potential: 8,40	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: SYT GR Reuters: SYTG ISIN: DE0005178008	<b>Beschreibung:</b> Softwarelösungen (z.B. Fehlerdiagnose) für industrielle Anlagen und die Fahrzeugelektronik
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 41,0 Aktienanzahl (Mio.): 6,1 EV: 34,7 Freefloat MC: 28,1 Ø Trad. Vol. (30T): 187,17	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 68,5 % Trier Asset Mgmt 26,7 % Eigene Aktien 4,8 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2012e Beta: 1,4 KBV: 1,9 x EK-Quote: 63 % Net Fin. Debt / EBITDA: -0,8 x Net Debt / EBITDA: -0,7 x

## Segment Automotive trägt das Wachstum in Q3

Berichtete Kennzahlen Q3/2012:										Kommentar zu den Kennzahlen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q3 2012	Q3 2012e	Q3 2011	yoy	9M 2012	9M 2012e	9M 2011	yoy			
<b>Umsatz</b>	11,0	11,8	9,5	16 %	35,2	36,0	27,6	28 %			Industrial Automation: EUR 5,4 Mio. (-4% yoy; WRe: EUR 6,3 Mio.)
<b>EBITDA</b>	1,8	1,8	1,6	11 %	5,9	5,9	5,2	13 %			Automotive Electronics: EUR 5,6 Mio. (+45% yoy; WRe: EUR 5,5 Mio.)
<b>Marge</b>	16,4 %	15,5 %	17,2 %		16,7 %	16,4 %	18,9 %				Das dritte Quartal hat aufgrund der Ferien-Saison in der Regel eine geringere Profitabilität als die übrigen Quartale.
<b>EBIT</b>	1,0	0,9	0,8	21 %	3,4	3,3	2,8	19 %			EPS aufgrund einer höheren Aktienzahl durch eine Kapitalerhöhung trotz eines höheren EBIT nur auf Vorjahresniveau.
<b>Marge</b>	8,9 %	7,5 %	8,5 %		9,6 %	9,2 %	10,3 %				
<b>EPS</b>	0,10	0,10	0,11	-9 %	0,38	0,39	0,39	-3 %			

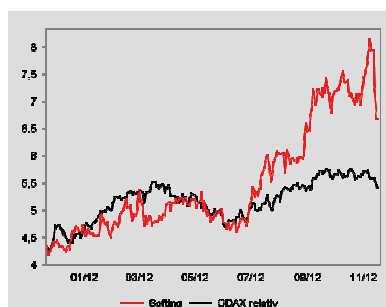
Softing hat Zahlen für das dritte Quartal veröffentlicht, die die Schätzungen insgesamt bestätigt haben. Das Management hat die Ziele für 2012 (Umsatz deutlich über EUR 45 Mio., EBIT von mehr als EUR 4,5 Mio.) bestätigt.

Das gute Umsatzwachstum von 16% war vom Segment Automotive Electronics getragen. Die gegenüber dem Vorjahr etwas geringere Marge in diesem Segment (14,8% vs. 18,8%) ist auf einen höheren Hardwareanteil zurückzuführen. Auf Gruppenebene hat sich der Umsatzrückgang von 4% im Segment Industrial Automation negativ auf die Profitabilität ausgewirkt. Im Vergleich zu Q3 2011 ist die operative Marge dennoch gestiegen. Diese war im Vorjahr durch eine Umlagenbuchung im Segment Industrial Automation belastet.

Der **Auftragseingang** war mit EUR 11,9 Mio. auf einem soliden Niveau. Damit ist die Book-to-Bill-Ratio bei etwa eins gewesen. Der Kursrückgang in Folge der Q3-Zahlen erscheint nicht gerechtfertigt und dürfte mit einer erwarteten Anhebung der Guidance zusammenhängen. Die jüngsten Käufe durch CEO Wolfgang Trier dürften jedoch positiv auf das Sentiment ausstrahlen.

Softing strebt an, auch anorganisch zu wachsen. Das unsichere konjunkturelle Umfeld dürfte wertschöpfende Akquisitionen ermöglichen. – die solide Bilanz bietet dafür Raum. Zum Ende des dritten Quartals verfügte Softing über liquide Mittel von mehr als EUR 11 Mio. Finanzverbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten bestehen nicht.

**Die Schätzungen werden unverändert beibehalten. Das Kaufen-Rating sowie das Kursziel von EUR 8,50 werden bestätigt.**

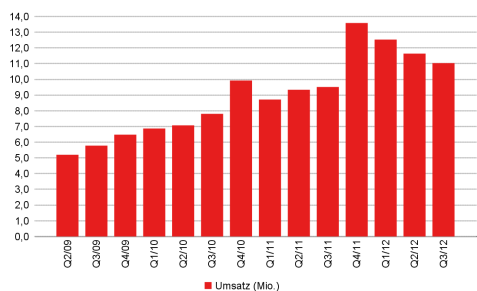


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-0,4 %
6 Monate:	28,6 %
Jahresverlauf:	23,2 %
Letzte 12 Monate:	29,7 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	

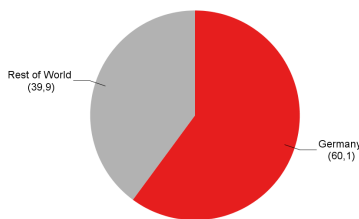
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	12,5 %	33,4	23,7	31,7	41,1	48,0	54,0	58,6
<b>Veränd. Umsatz yoy</b>		15,1 %	-29,1 %	33,8 %	29,9 %	16,7 %	12,5 %	8,5 %
<b>Rohertragsmarge</b>		79,9 %	82,5 %	80,0 %	75,6 %	74,7 %	74,4 %	74,6 %
<b>EBITDA</b>	15,9 %	5,8	0,6	4,8	7,4	9,1	10,2	11,5
<b>Marge</b>		17,5 %	2,5 %	15,3 %	17,9 %	18,9 %	18,8 %	19,6 %
<b>EBIT</b>	19,5 %	3,4	-2,5	1,5	4,2	5,3	6,0	7,2
<b>Marge</b>		10,3 %	-10,4 %	4,8 %	10,3 %	11,0 %	11,1 %	12,4 %
<b>Nettoergebnis</b>	16,3 %	2,5	-1,7	1,0	3,1	3,5	4,0	4,8
<b>EPS</b>	10,8 %	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,57	0,64	0,79
<b>EPS adj.</b>	10,8 %	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,57	0,64	0,79
<b>DPS</b>	3,6 %	0,00	0,00	0,11	0,27	0,27	0,30	0,30
<b>Dividendenrendite</b>		0,0 %	0,0 %	4,7 %	6,9 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %
<b>FCFPS</b>		0,44	-0,17	0,04	0,60	0,60	0,52	0,67
<b>EV / Umsatz</b>		0,4 x	0,5 x	0,4 x	0,5 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x
<b>EV / EBITDA</b>		2,2 x	18,2 x	2,8 x	2,8 x	4,1 x	3,5 x	2,9 x
<b>EV / EBIT</b>		3,7 x	n.a.	8,7 x	4,8 x	6,9 x	5,9 x	4,6 x
<b>KGV</b>		5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	11,7 x	10,4 x	8,5 x
<b>KGV ber.</b>		5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	11,7 x	10,4 x	8,5 x
<b>FCF Yield Potential</b>		12,8 %	-12,0 %	9,9 %	15,1 %	10,0 %	12,1 %	15,1 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-1,5	0,1	1,3	-0,5	-6,2	-7,7	-9,8
<b>ROE</b>		16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,3 %	16,3 %	18,0 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		17,1 %	-12,8 %	7,4 %	18,5 %	22,2 %	24,3 %	28,0 %
<b>Guidance:</b>		2012: Umsatz: deutlich über EUR 45 Mio.; EBIT: rund EUR 4,8 Mio.						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



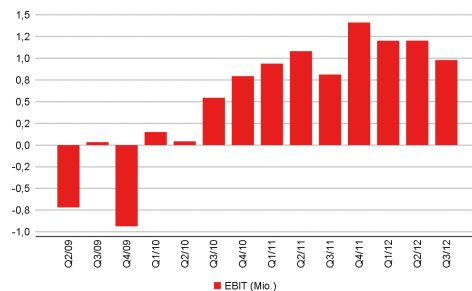
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Regionen**  
2011; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

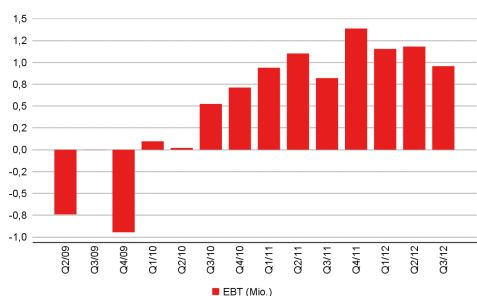
## Unternehmenshintergrund

- 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

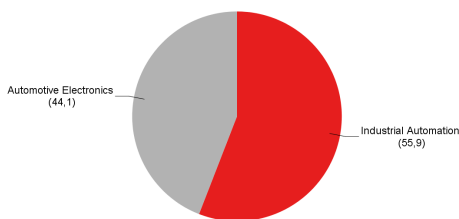
- Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander
- als auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den 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 DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



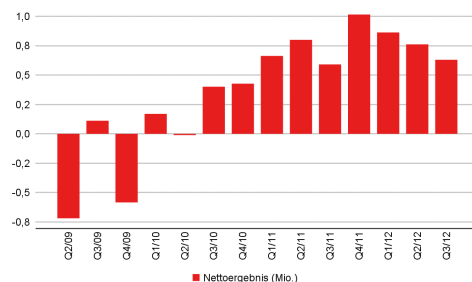
Quelle: Warburg Research

**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	
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 %	2,0 %
EBIT	5,3	6,0	7,2	6,2	6,1	6,0	6,2	6,4	6,6	6,8	6,9	7,0	7,2	
EBIT-Marge	11,0 %	11,1 %	12,4 %	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 %	
NOPAT	3,7	4,2	5,1	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	
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	
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	
- Investitionen	3,8	4,1	4,3	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	
Investitionsquote	7,9 %	7,6 %	7,3 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	
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)	3,7	3,2	4,1	3,6	3,8	3,8	3,9	4,1	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8	5
Barwert FCF	3,7	2,9	3,5	2,8	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	1,9	1,8	1,7	1,6	21
Anteil der Barwerte	19,48 %			41,00 %										39,52 %

**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
<b>WACC</b>	<b>9,80 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,40</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2024e	31		
Terminal Value	21		
Zinstr. Verbindlichkeiten	7		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	6,1
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>53</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>8,56</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	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,64</b> (10,8 %)	7,45	7,52	7,59	7,66	7,74	7,82	7,91	<b>1,64</b> (10,8 %)	6,35	6,78	7,22	7,66	8,10	8,53	8,97
<b>1,52</b> (10,3 %)	7,84	7,91	8,00	8,08	8,18	8,28	8,38	<b>1,52</b> (10,3 %)	6,70	7,16	7,62	8,08	8,55	9,01	9,47
<b>1,46</b> (10,1 %)	8,05	8,13	8,22	8,32	8,42	8,53	8,64	<b>1,46</b> (10,1 %)	6,89	7,36	7,84	8,32	8,79	9,27	9,74
<b>1,40</b> (9,8 %)	8,27	8,36	8,46	<b>8,56</b>	8,67	8,79	8,92	<b>1,40</b> (9,8 %)	7,09	7,58	8,07	<b>8,56</b>	9,05	9,54	10,03
<b>1,34</b> (9,6 %)	8,50	8,61	8,71	8,83	8,95	9,08	9,22	<b>1,34</b> (9,6 %)	7,31	7,81	8,32	8,83	9,33	9,84	10,34
<b>1,28</b> (9,3 %)	8,76	8,87	8,98	9,11	9,24	9,39	9,54	<b>1,28</b> (9,3 %)	7,54	8,06	8,59	9,11	9,63	10,15	10,68
<b>1,16</b> (8,8 %)	9,31	9,44	9,58	9,73	9,90	10,07	10,27	<b>1,16</b> (8,8 %)	8,06	8,61	9,17	9,73	10,29	10,85	11,41

- 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	3,7	4,2	5,1	
+ 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	3,8	4,1	4,3	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>5,0</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	12,8 %	-12,0 %	9,9 %	15,1 %	10,0 %	12,1 %	15,1 %	
WACC	9,80 %	9,80 %	9,80 %	9,80 %	9,80 %	9,80 %	9,80 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>12,8</b>	<b>10,9</b>	<b>13,4</b>	<b>20,3</b>	<b>36,8</b>	<b>35,4</b>	<b>33,2</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>16,8</b>	<b>n.a.</b>	<b>13,5</b>	<b>31,4</b>	<b>37,7</b>	<b>43,6</b>	<b>51,3</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-7,2	-8,7	-10,9	
- 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	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>17,2</b>	<b>n.a.</b>	<b>14,0</b>	<b>31,9</b>	<b>44,0</b>	<b>51,3</b>	<b>61,1</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>2,81</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,28</b>	<b>5,19</b>	<b>7,16</b>	<b>8,36</b>	<b>9,96</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					7,3 %	25,2 %	49,2 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	12,80 %	2,17	n.a.	1,76	3,99	5,72	6,69	8,00
	11,80 %	2,35	n.a.	1,91	4,33	6,12	7,15	8,54
	10,80 %	2,56	n.a.	2,08	4,72	6,59	7,70	9,19
WACC	<b>9,80 %</b>	<b>2,81</b>	<b>n.a.</b>	<b>2,28</b>	<b>5,19</b>	<b>7,16</b>	<b>8,36</b>	<b>9,96</b>
	8,80 %	3,12	n.a.	2,53	5,78	7,86	9,17	10,91
	7,80 %	3,51	n.a.	2,85	6,51	8,74	10,18	12,10
	6,80 %	4,01	n.a.	3,25	7,45	9,88	11,49	13,65

- 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	1,9 x	1,7 x	1,5 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,65	1,24	1,52	1,96	2,64	3,03	3,54
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	4,1 x	3,5 x	2,9 x
EV / EBIT	3,7 x	n.a.	8,7 x	4,8 x	6,9 x	5,9 x	4,6 x
EV / EBIT adj.*	3,7 x	n.a.	8,7 x	4,8 x	6,9 x	5,9 x	4,6 x
Kurs / FCF	6,1 x	n.a.	53,0 x	6,5 x	11,1 x	12,9 x	9,9 x
KGV	5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	11,7 x	10,4 x	8,5 x
KGV ber.*	5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	11,7 x	10,4 x	8,5 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	4,7 %	6,9 %	4,0 %	4,5 %	4,5 %
Free Cash Flow Yield Potential	12,8 %	-12,0 %	9,9 %	15,1 %	10,0 %	12,1 %	15,1 %
*Adjustiert um:	-						

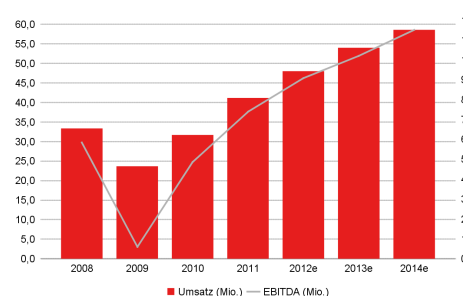
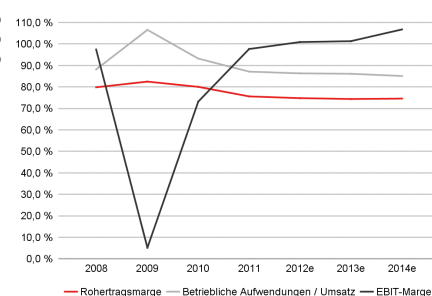
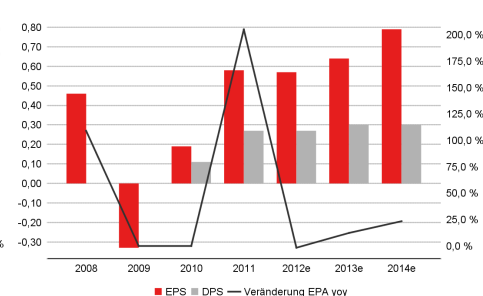
**GuV**

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>33,4</b>	<b>23,7</b>	<b>31,7</b>	<b>41,1</b>	<b>48,0</b>	<b>54,0</b>	<b>58,6</b>
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
Aktivierete Eigenleistungen	1,9	2,2	2,7	2,0	2,5	2,7	2,8
<b>Gesamterlöse</b>	<b>35,2</b>	<b>25,8</b>	<b>34,4</b>	<b>43,2</b>	<b>50,5</b>	<b>56,7</b>	<b>61,4</b>
Materialaufwand	8,6	6,3	9,1	12,1	14,6	16,5	17,7
<b>Rohrertrag</b>	<b>26,6</b>	<b>19,5</b>	<b>25,3</b>	<b>31,1</b>	<b>35,9</b>	<b>40,2</b>	<b>43,7</b>
<b>Rohermarge</b>	<b>79,9 %</b>	<b>82,5 %</b>	<b>80,0 %</b>	<b>75,6 %</b>	<b>74,7 %</b>	<b>74,4 %</b>	<b>74,6 %</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>5,8</b>	<b>0,6</b>	<b>4,8</b>	<b>7,4</b>	<b>9,1</b>	<b>10,2</b>	<b>11,5</b>
<b>Marge</b>	<b>17,5 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>15,3 %</b>	<b>17,9 %</b>	<b>18,9 %</b>	<b>18,8 %</b>	<b>19,6 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,9	1,0	1,1
<b>EBITA</b>	<b>5,5</b>	<b>0,3</b>	<b>4,6</b>	<b>7,1</b>	<b>8,2</b>	<b>9,2</b>	<b>10,4</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>3,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>
<b>Marge</b>	<b>10,3 %</b>	<b>-10,4 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>11,1 %</b>	<b>12,4 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>3,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>
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
<b>EBT</b>	<b>3,5</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,3</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>
<b>Marge</b>	<b>10,4 %</b>	<b>-10,7 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>11,0 %</b>	<b>11,1 %</b>	<b>12,4 %</b>
Steuern gesamt	1,0	-0,7	0,4	1,2	1,6	1,8	2,2
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</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>2,4</b>	<b>-1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>
Minderheitenanteile	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
<b>Nettoergebnis</b>	<b>2,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>
<b>Marge</b>	<b>7,4 %</b>	<b>-7,1 %</b>	<b>3,1 %</b>	<b>7,5 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>8,2 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,4	5,1	5,1	5,3	6,1	6,1	6,1
<b>EPS</b>	<b>0,46</b>	<b>-0,33</b>	<b>0,19</b>	<b>0,58</b>	<b>0,57</b>	<b>0,64</b>	<b>0,79</b>
EPS adj.	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,57	0,64	0,79

\*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	1,5 x	1,1 x	2,4 x
EBITDA / Interest expenses	41,4 x	3,6 x	16,8 x	29,1 x	90,6 x	101,8 x	115,0 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 %	44,4 %	43,8 %	36,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	141.938	104.251	141.402	159.488	171.429	168.750	177.545

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR**Operative Performance**  
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

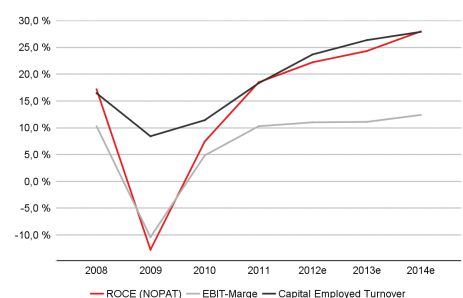
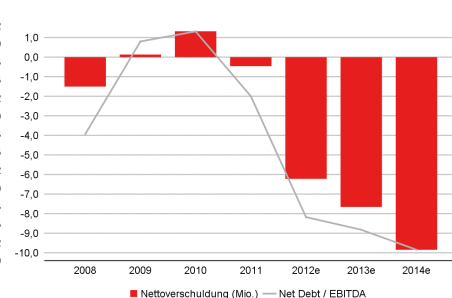
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,8	7,2	7,1	6,7	6,8	6,8	6,6
davon übrige imm. VG	1,1	1,3	1,0	0,7	0,6	0,5	0,5
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	1,1	1,0	0,9
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>8,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>	<b>8,7</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,4</b>
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	14,3	15,7	17,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,2	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14,8</b>	<b>12,5</b>	<b>16,7</b>	<b>22,2</b>	<b>27,7</b>	<b>30,7</b>	<b>34,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>23,4</b>	<b>21,5</b>	<b>26,3</b>	<b>31,0</b>	<b>36,5</b>	<b>39,3</b>	<b>42,4</b>
<b>Passiva</b>							
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	14,1	18,1	22,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,1	-1,3	-0,8	-0,8	1,6	-0,1	-1,9
Buchwert	15,7	13,5	14,9	17,2	23,0	25,3	28,3
Anteile Dritter	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>15,9</b>	<b>13,6</b>	<b>15,0</b>	<b>17,2</b>	<b>23,0</b>	<b>25,4</b>	<b>28,3</b>
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
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>11,3</b>	<b>13,8</b>	<b>13,5</b>	<b>13,9</b>	<b>14,1</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>23,4</b>	<b>21,5</b>	<b>26,3</b>	<b>31,0</b>	<b>36,5</b>	<b>39,3</b>	<b>42,4</b>

**Kennzahlen**

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	4,3 x	4,4 x	4,1 x	4,0 x	4,7 x	4,8 x	4,9 x
Capital Employed Turnover	2,3 x	1,7 x	1,9 x	2,5 x	2,9 x	3,1 x	3,2 x
ROA	28,5 %	-18,6 %	10,3 %	35,1 %	39,7 %	45,9 %	57,2 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	17,1 %	-12,8 %	7,4 %	18,5 %	22,2 %	24,3 %	28,0 %
ROE	16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,3 %	16,3 %	18,0 %
Adj. ROE	16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,3 %	16,3 %	18,0 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-1,5	0,1	1,3	-0,5	-6,2	-7,7	-9,8
Nettofinanzverschuldung	-2,1	-0,9	0,2	-1,5	-7,2	-8,7	-10,9
Net Gearing	-9,5 %	1,0 %	8,8 %	-2,7 %	-27,0 %	-30,2 %	-34,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-36,1 %	-142,7 %	3,6 %	-20,1 %	-79,9 %	-85,3 %	-94,5 %
Buchwert je Aktie	2,9	2,6	2,9	3,2	3,8	4,1	4,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,7	1,2	1,5	2,0	2,6	3,0	3,5

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

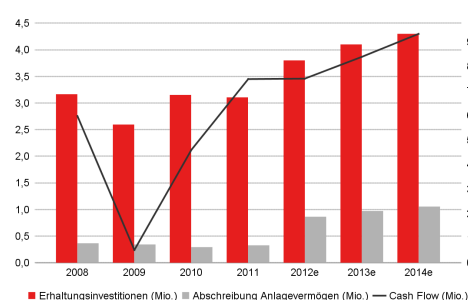
### Cash flow

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,4	-1,8	1,0	3,1	3,7	4,2	5,1
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
<b>Cash Flow</b>	<b>6,0</b>	<b>0,5</b>	<b>4,6</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>
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
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>5,5</b>	<b>1,7</b>	<b>3,4</b>	<b>6,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>8,4</b>
Investitionen in iAV	-2,6	-2,4	-2,9	-2,4	-3,0	-3,2	-3,3
Investitionen in Sachanlagen	-0,5	-0,1	-0,2	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-4,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-4,4</b>	<b>-2,5</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-4,3</b>
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,8</b>	<b>2,1</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,9</b>
Veränderung liquide Mittel	0,6	-1,4	0,7	3,0	5,8	1,4	2,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>5,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,9</b>	<b>7,3</b>	<b>13,1</b>	<b>14,5</b>	<b>16,7</b>

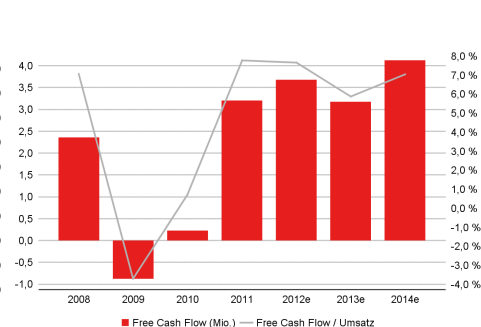
### Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	2,4	-0,9	0,2	3,2	3,7	3,2	4,1
Free Cash Flow / Umsatz	7,1 %	-3,7 %	0,7 %	7,8 %	7,7 %	5,9 %	7,0 %
Free Cash Flow Potential	1,6	-1,3	1,3	3,1	3,7	4,3	5,0
Free Cash Flow / Umsatz	7,1 %	-3,7 %	0,7 %	7,8 %	7,7 %	5,9 %	7,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	95,4 %	52,3 %	23,0 %	104,4 %	105,6 %	80,3 %	85,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,6 %	2,0 %	2,1 %	3,5 %	0,9 %	0,7 %	0,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	3,8 %	4,9 %	6,0 %	3,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	9,5 %	11,0 %	10,0 %	7,5 %	7,9 %	7,6 %	7,3 %
Maint. Capex / Umsatz	9,5 %	11,0 %	10,0 %	7,5 %	7,9 %	7,6 %	7,3 %
CAPEX / Abschreibungen	131,3 %	84,7 %	95,1 %	99,2 %	101,0 %	98,3 %	101,1 %
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

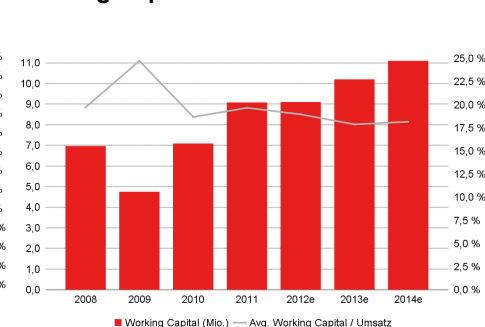
### Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



### 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	<a href="http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.htm">http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.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	111	58
Halten	67	35
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>192</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	98	62
Halten	53	33
Verkaufen	6	4
Empf. ausgesetzt	2	1
<b>Gesamt</b>	<b>159</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [19.11.2012]**


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**

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	<b>Henner Rüschemeyer</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	<b>Roland Rapelius</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	<b>Susanne Schwartze</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b> Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	<b>Björn Voss</b> Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Malte Räther</b> Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	<b>Stephan Wulf</b> Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

**SALES**

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

**SALES TRADING**

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com

**Support**

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

**MACRO RESEARCH**

<b>Carsten Klude</b> Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
<b>Matthias Thiel</b> Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
<b>Dr. Christian Jasperneite</b> 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:**

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