

Buy EUR 8,50 Kurs EUR 7,53 Upside 12,9 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 8,50 FCF-Value Potential: 9,00	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: 46,2 Aktienanzahl (Mio.): 6,1 EV: 34,7 Freefloat MC: 31,6 Ø Trad. Vol. (30T): 70,98	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: 65 % Net Fin. Debt / EBITDA: -1,4 x Net Debt / EBITDA: -1,2 x

Solide Q4 Zahlen; Bewertung weiterhin attraktiv

Berichtete Kennzahlen Q4								Kommentar zu den Kennzahlen:
Softing - Q4 2012								<ul style="list-style-type: none"> Die Guidance 2012 wurde übertroffen: Das Management strebte einen Umsatz von deutlich über EUR 45 Mio. und ein EBIT von über EUR 4,5 Mio. an Das Umsatzwachstum von 20% wurde durch Umsatzbeiträge von samtec gestützt, die Diagnosewerkzeuge für die Automobilindustrie anbietet Das organische Umsatzwachstum sollte bei 12% gelegen haben (WRe) Q4: Industrial Automation ist auf EUR 8,1 Mio. (+31,1% yoy) gewachsen Q4: Automotive Electronics konnte das starke Q4 2011 nicht wiederholen. Die Umsätze lagen bei EUR 6,1 Mio. (-18% yoy). Dennoch war der Umsatz 2012 mit EUR 23,1 Mio. (+27,3% yoy) solide. Das Unternehmen arbeitet bereits auf dem EBIT-Margenziel von 10%. Trotz der 14%-igen Kapitalerhöhung stieg das EPS
Figures in EUR m	Q4/12	Q4/12e	Q4/11	yoy	2012	2011	yoy	
Sales	14.2	12.8	12.8	10.9%	49.4	41.1	20.1%	
EBIT margin	10.6%	10.9%	10.9%	7.5%	9.9%	10.3%	15.2%	
EPS in EUR	0.20	0.16	0.15	33.3%	0.59	0.58	1.7%	

Softing hat Zahlen für 2012 veröffentlicht.

- Das starke Umsatzwachstum im Segment **Automotive Electronics** wurde durch ein starkes Basisgeschäft, Neuaufträge im Bereich Messtechnik für die Fahrzeugproduktion und Fahrzeugdiagnose flankiert. Darüber hinaus trug samtec, das in Q4 2011 akquiriert wurde, zehn Monate lang anorganische Umsätze (WRe: EUR 3,3 Mio.) bei. Obwohl die Profitabilität in diesem Segment unter dem Vorjahreswert lag (2011 hatte einen größeren Anteil an Software-Umsätzen), war die EBIT-Marge mit 10,8% solide. Entsprechend erreichte das EBIT EUR 2,5 Mio.
- Das Wachstum im Segment **Industrial Automation** wurde durch das Neugeschäft im Bereich der Öl- und Gasförderung gestützt. Das Wachstum von 14,4% war vollständig organisch. Das EBIT erreichte 2,4 Mio. (9,1% Marge).

Die endgültigen Zahlen werden am 27. März veröffentlicht. Bis Ende März wird das Management auch den Dividendenvorschlag veröffentlichen.

Das Unternehmen ist schuldenfrei und könnte die liquiden Mittel für Akquisitionen verwenden. Softings Historie zeigt, dass Akquisitionen zu angemessenen Preisen getätigt werden und üblicherweise Multiplikatoren reflektieren, die deutlich unter den eigenen liegen.

Die Produkt-Pipeline von Softing für 2013 ist stark. Daher erwartet das Management ein überdurchschnittliches Wachstum. Eine detaillierte Guidance wird nach dem Q1 veröffentlicht.

Angesichts der niedrigen Bewertungsmultiplikatoren werden sowohl die Kaufempfehlung als auch das Kursziel von EUR 8,50 bestätigt.

	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	49,4	54,0	58,6
Veränd. Umsatz yoy		15,1 %	-29,1 %	33,8 %	29,9 %	20,1 %	9,3 %	8,5 %	
Rohertagsmarge		79,9 %	82,5 %	80,0 %	75,6 %	75,6 %	74,4 %	74,0 %	
EBITDA	13,8 %	5,8	0,6	4,8	7,4	8,4	9,6	10,9	
Marge		17,5 %	2,5 %	15,3 %	17,9 %	17,1 %	17,8 %	18,5 %	
EBIT	16,2 %	3,4	-2,5	1,5	4,2	4,9	5,5	6,7	
Marge		10,3 %	-10,4 %	4,8 %	10,3 %	9,9 %	10,2 %	11,4 %	
Nettoergebnis	13,5 %	2,5	-1,7	1,0	3,1	3,4	3,7	4,5	
EPS	9,9 %	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,59	0,63	0,77	
EPS adj.	9,9 %	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,59	0,63	0,77	
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 %	3,6 %	4,0 %	4,0 %	
FCFPS		0,44	-0,17	0,04	0,60	0,46	0,47	0,64	
EV / Umsatz		0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,4 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x	
EV / EBITDA		1,6 x	13,1 x	1,8 x	2,0 x	4,5 x	3,8 x	3,2 x	
EV / EBIT		2,7 x	n.a.	5,7 x	3,5 x	7,8 x	6,7 x	5,3 x	
KGV		5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	12,8 x	12,0 x	9,8 x	
KGV ber.		5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	12,8 x	12,0 x	9,8 x	
FCF Yield Potential		17,6 %	-16,7 %	15,3 %	20,5 %	7,1 %	10,4 %	13,2 %	
Nettoverschuldung		-5,0	-3,0	-3,3	-5,8	-10,5	-11,5	-13,3	
ROE		16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,0 %	15,3 %	17,1 %	
ROCE (NOPAT)		23,3 %	-16,6 %	10,0 %	26,5 %	29,5 %	29,6 %	33,9 %	
Guidance:	2013: Guidance wird nach Q1 veröffentlicht								

Analyst/-in

Andreas Wolf

awolf@warburg-research.com

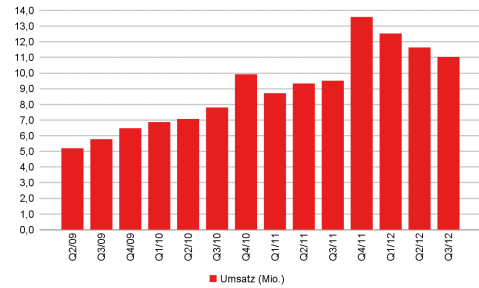
+49 40 309537-140

COMMENT

Veröffentlicht 18.03.2013

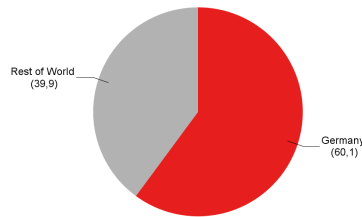
1

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



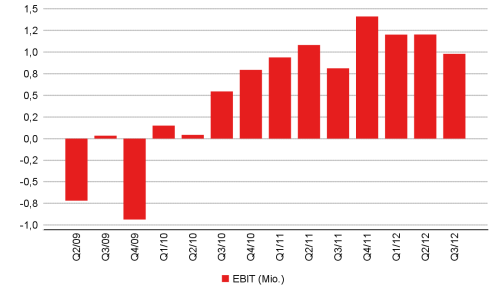
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

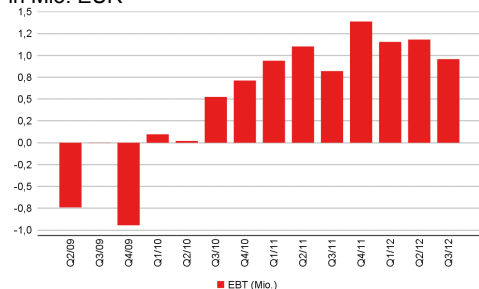
Unternehmenshintergrund

- Softing verfügt über Kompetenzen im 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, daher ergeben sich auch keine Rückruf-Risiken für die Gesellschaft.
- Softing fokussiert sich auf etablierte Standards und erreicht dadurch eine Abdeckung von ca. 70% des Marktes.

Wettbewerbsqualität

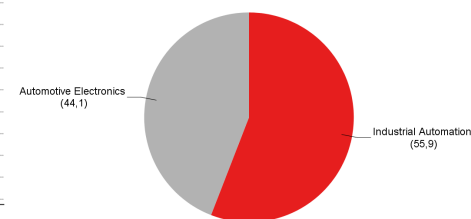
- Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander als auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den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



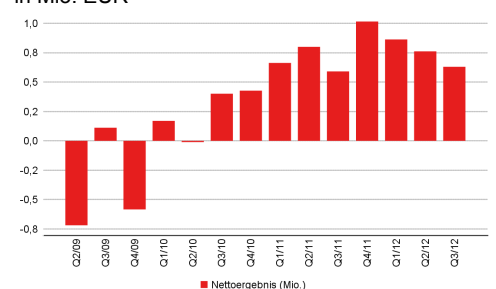
Quelle: Warburg Research

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	49,4	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	20,1 %	9,3 %	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	4,9	5,5	6,7	6,5	6,4	6,3	6,5	6,7	6,9	7,0	7,1	7,2	7,3	
EBIT-Marge	9,9 %	10,2 %	11,4 %	10,5 %	10,0 %	9,5 %	9,5 %	9,4 %	9,4 %	9,3 %	9,3 %	9,2 %	9,2 %	
Steuerquote (EBT)	28,0 %	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	3,5	3,9	4,7	4,5	4,5	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,1	
Abschreibungen	3,5	4,1	4,2	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	
Abschreibungsquote	7,2 %	7,6 %	7,2 %	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	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,2	1,2	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	
- Investitionen	4,3	4,1	4,2	4,6	4,8	5,0	5,2	5,3	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0	
Investitionsquote	8,7 %	7,6 %	7,2 %	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)	2,5	2,7	3,7	4,0	4,0	4,0	4,2	4,3	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	5
Barwert FCF	2,7	2,6	3,2	3,2	2,8	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9	1,8	1,6	1,5	17
Anteil der Barwerte	18,07 %			46,83 %										35,11 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	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	11,00 %	Beta	1,40

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2024e	31		
Terminal Value	17		
Zinstr. Verbindlichkeiten	2		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	6,1
Eigenkapitalwert	53	Wert je Aktie (EUR)	8,60

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta (WACC)	Ewiges Wachstum							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
1,60 (12,0 %)	7,75	7,80	7,85	7,90	7,96	8,02	8,08	6,67	7,08	7,49	7,90	8,31	8,73	9,14
1,50 (11,5 %)	8,06	8,11	8,17	8,23	8,30	8,37	8,44	6,94	7,37	7,80	8,23	8,66	9,10	9,53
1,45 (11,3 %)	8,22	8,28	8,35	8,41	8,48	8,56	8,64	7,09	7,53	7,97	8,41	8,85	9,30	9,74
1,40 (11,0 %)	8,40	8,46	8,53	8,60	8,68	8,76	8,85	7,24	7,70	8,15	8,60	9,05	9,51	9,96
1,35 (10,8 %)	8,58	8,65	8,72	8,80	8,89	8,97	9,07	7,41	7,87	8,34	8,80	9,27	9,73	10,20
1,30 (10,5 %)	8,77	8,85	8,93	9,01	9,11	9,20	9,30	7,58	8,06	8,54	9,01	9,49	9,97	10,44
1,20 (10,0 %)	9,19	9,28	9,38	9,48	9,59	9,70	9,82	7,97	8,47	8,97	9,48	9,98	10,49	10,99

- Die zyklische Komponente der Geschäftstätigkeit und die geringe Liquidität in der Aktie erhöhen die Kapitalkosten.
- Unsere langfristige Margenschätzung liegt unter dem Ziel Softings von 10%.

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	3,9	4,7	
+ Abschreibung + Amortisation	2,4	3,1	3,3	3,1	3,5	4,1	4,2	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	
- Erhaltungsinvestitionen	3,2	2,6	3,2	3,1	4,3	4,1	4,2	
+ 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	2,7	3,8	4,6	
Free Cash Flow Yield Potential	17,6 %	-16,7 %	15,3 %	20,5 %	7,1 %	10,4 %	13,2 %	
WACC	11,00 %	11,00 %	11,00 %	11,00 %	11,00 %	11,00 %	11,00 %	
= Enterprise Value (EV)	9,3	7,9	8,7	15,0	38,0	37,0	35,2	
= Fair Enterprise Value	14,9	n.a.	12,1	28,0	24,6	34,9	42,1	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-6,8	-6,8	-6,8	-6,8	-11,5	-12,6	-14,3	
- 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	20,7	n.a.	17,8	33,7	35,1	46,5	55,4	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	3,37	n.a.	2,90	5,50	5,73	7,57	9,04	
Premium (-) / Discount (+) in %					-23,9 %	0,6 %	20,0 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	14,00 %	2,85	n.a.	2,48	4,52	4,87	6,35	7,57
	13,00 %	3,00	n.a.	2,60	4,80	5,11	6,70	7,98
	12,00 %	3,17	n.a.	2,74	5,12	5,39	7,10	8,46
WACC	11,00 %	3,37	n.a.	2,90	5,50	5,73	7,57	9,04
	10,00 %	3,62	n.a.	3,10	5,95	6,13	8,14	9,72
	9,00 %	3,92	n.a.	3,34	6,51	6,62	8,84	10,56
	8,00 %	4,29	n.a.	3,64	7,21	7,23	9,71	11,61

- Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.
- Die Ergebnisqualität hat sich über die letzten Jahre deutlich 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	1,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,65	1,24	1,52	1,96	2,68	3,06	3,53
EV / Umsatz	0,3 x	0,3 x	0,3 x	0,4 x	0,8 x	0,7 x	0,6 x
EV / EBITDA	1,6 x	13,1 x	1,8 x	2,0 x	4,5 x	3,8 x	3,2 x
EV / EBIT	2,7 x	n.a.	5,7 x	3,5 x	7,8 x	6,7 x	5,3 x
EV / EBIT adj.*	2,7 x	n.a.	5,7 x	3,5 x	7,8 x	6,7 x	5,3 x
Kurs / FCF	6,1 x	n.a.	53,0 x	6,5 x	16,2 x	15,9 x	11,7 x
KGV	5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	12,8 x	12,0 x	9,8 x
KGV ber.*	5,8 x	n.a.	12,4 x	6,7 x	12,8 x	12,0 x	9,8 x
Dividendenrendite	0,0 %	0,0 %	4,7 %	6,9 %	3,6 %	4,0 %	4,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	17,6 %	-16,7 %	15,3 %	20,5 %	7,1 %	10,4 %	13,2 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	33,4	23,7	31,7	41,1	49,4	54,0	58,6
Veränd. Umsatz yoy	15,1 %	-29,1 %	33,8 %	29,9 %	20,1 %	9,3 %	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	3,0	2,7	2,7
Gesamterlöse	35,2	25,8	34,4	43,2	52,4	56,7	61,3
Materialaufwand	8,6	6,3	9,1	12,1	15,1	16,5	17,9
Rohertrag	26,6	19,5	25,3	31,1	37,3	40,2	43,4
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>79,9 %</i>	<i>82,5 %</i>	<i>80,0 %</i>	<i>75,6 %</i>	<i>75,6 %</i>	<i>74,4 %</i>	<i>74,0 %</i>
Personalaufwendungen	16,3	14,9	16,1	19,4	23,0	24,1	25,3
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	6,6	7,3	8,0
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	8,4	9,6	10,9
<i>Marge</i>	<i>17,5 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>15,3 %</i>	<i>17,9 %</i>	<i>17,1 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>18,5 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,7	0,9	1,0
EBITA	5,5	0,3	4,6	7,1	7,7	8,7	9,9
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,0	2,4	3,0	2,8	2,8	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	4,9	5,5	6,7
<i>Marge</i>	<i>10,3 %</i>	<i>-10,4 %</i>	<i>4,8 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>10,2 %</i>	<i>11,4 %</i>
EBIT adj.	3,4	-2,5	1,5	4,2	4,9	5,5	6,7
Zinserträge	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,1	0,2	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
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	5,1	5,6	6,8
<i>Marge</i>	<i>10,4 %</i>	<i>-10,7 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>11,5 %</i>
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	3,7	3,9	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	3,7	3,9	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	3,4	3,7	4,5
<i>Marge</i>	<i>7,4 %</i>	<i>-7,1 %</i>	<i>3,1 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>6,9 %</i>	<i>6,8 %</i>	<i>7,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,4	5,1	5,1	5,3	5,8	5,8	5,8
EPS	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,59	0,63	0,77
EPS adj.	0,46	-0,33	0,19	0,58	0,59	0,63	0,77

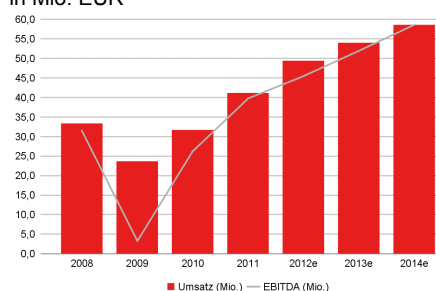
*Adjustiert um:

Guidance: 2013: Guidance wird nach Q1 veröffentlicht**Kennzahlen**

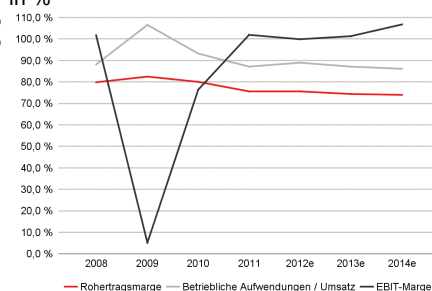
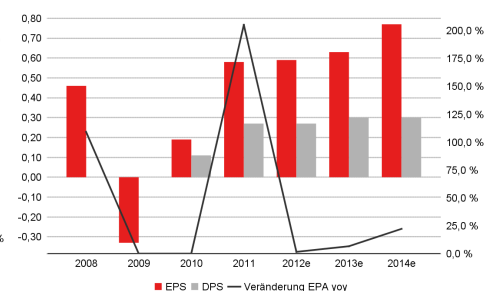
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,1 %	106,6 %	93,3 %	87,0 %	89,0 %	87,2 %	86,1 %
Operating Leverage	3,2 x	n.a.	n.a.	5,9 x	0,8 x	1,4 x	2,5 x
EBITDA / Interest expenses	41,4 x	3,6 x	16,8 x	29,1 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	29,6 %	27,0 %	27,2 %	28,1 %	28,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	57,1 %	47,1 %	42,7 %	44,3 %	36,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	141.938	104.251	141.402	159.488	176.429	180.000	177.545

Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

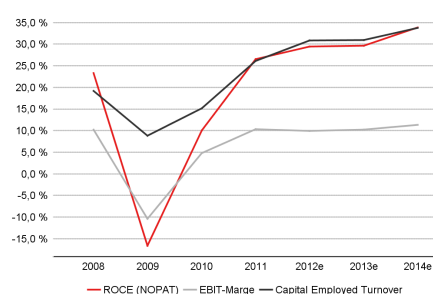
Bilanz

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,8	7,2	7,1	6,7	7,4	7,4	6,8
davon übrige imm. VG	1,1	1,3	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6
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	1,2	1,2	1,2
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	9,5	9,4	8,8
Vorräte	2,5	2,2	2,0	3,6	3,3	3,6	3,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,5	4,1	6,8	8,3	9,1	9,9	10,8
Liquide Mittel	5,6	4,2	6,1	8,5	11,5	12,6	14,3
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	25,7	27,8	30,8
Bilanzsumme (Aktiva)	23,4	21,5	26,3	31,0	35,2	37,2	39,6
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	14,1	17,7	22,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,1	-1,3	-0,8	-0,8	1,6	0,0	-2,3
Buchwert	15,7	13,5	14,9	17,2	23,0	25,1	27,3
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	23,0	25,1	27,3
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)	0,0	0,2	1,6	1,8	0,0	0,0	0,0
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,0	1,6	1,7	2,9	3,1	3,0	3,2
Sonstige Verbindlichkeiten	5,5	4,9	6,6	7,4	7,4	7,4	7,4
Verbindlichkeiten	7,5	7,9	11,3	13,8	12,2	12,1	12,3
Bilanzsumme (Passiva)	23,4	21,5	26,3	31,0	35,2	37,2	39,6

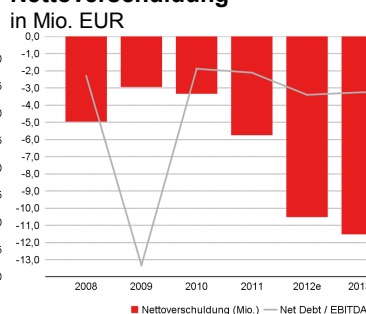
Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,3 x	4,4 x	4,1 x	4,0 x	4,7 x	4,6 x	4,6 x
Capital Employed Turnover	3,0 x	2,2 x	2,7 x	3,6 x	4,0 x	4,0 x	4,2 x
ROA	28,5 %	-18,6 %	10,3 %	35,1 %	36,0 %	39,1 %	51,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	23,3 %	-16,6 %	10,0 %	26,5 %	29,5 %	29,6 %	33,9 %
ROE	16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,0 %	15,3 %	17,1 %
Adj. ROE	16,7 %	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,0 %	15,3 %	17,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-5,0	-3,0	-3,3	-5,8	-10,5	-11,5	-13,3
Nettofinanzverschuldung	-5,6	-3,9	-4,5	-6,8	-11,5	-12,6	-14,3
Net Gearing	-31,2 %	-21,7 %	-22,4 %	-33,5 %	-45,8 %	-45,9 %	-48,9 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-95,4 %	-654,8 %	-92,7 %	-91,9 %	-136,9 %	-130,4 %	-132,1 %
Buchwert je Aktie	2,9	2,6	2,9	3,2	4,0	4,3	4,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,7	1,2	1,5	2,0	2,7	3,1	3,5

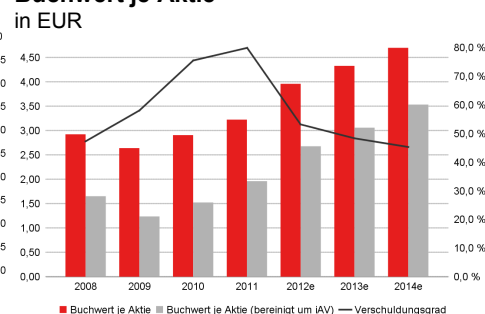
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung



Buchwert je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

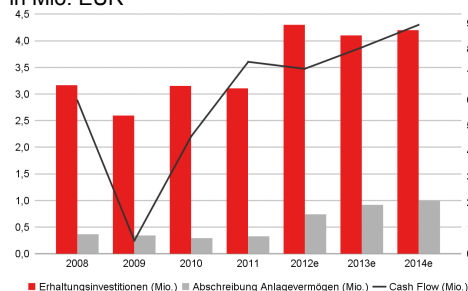
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,4	-1,8	1,0	3,1	3,7	3,9	4,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,3	0,3	0,3	0,7	0,9	1,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,0	2,4	3,0	2,8	2,8	3,2	3,2
Veränderung 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	7,2	8,0	8,9
Veränderung Vorräte	-0,4	0,3	0,2	-0,8	0,3	-0,3	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	0,6	1,8	-3,5	-0,2	-0,8	-0,8	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,2	-0,1	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	-0,2	-1,2	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	5,5	1,7	3,4	6,3	7,0	6,8	7,9
Investitionen in iAV	-2,6	-2,4	-2,9	-2,4	-3,5	-3,2	-3,2
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-4,1	-2,9	-4,4	-2,5	-4,3	-4,1	-4,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	1,2	0,0	-1,8	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	0,3	-1,7	-1,9
Veränderung liquide Mittel	0,6	-1,4	0,7	3,0	3,0	1,0	1,8
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	10,3	11,3	13,1

Kennzahlen

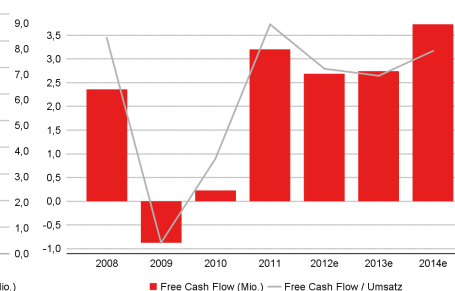
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	2,4	-0,9	0,2	3,2	2,7	2,7	3,7
Free Cash Flow / Umsatz	7,1 %	-3,7 %	0,7 %	7,8 %	5,4 %	5,1 %	6,4 %
Free Cash Flow Potential	1,6	-1,3	1,3	3,1	2,7	3,8	4,6
Free Cash Flow / Umsatz	7,1 %	-3,7 %	0,7 %	7,8 %	5,4 %	5,1 %	6,4 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	95,4 %	52,3 %	23,0 %	104,4 %	78,7 %	74,6 %	83,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,6 %	2,0 %	2,1 %	3,5 %	2,0 %	0,8 %	0,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	144,3 %	30,7 %	14,8 %	0,0 %	n.a.	n.a.
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	9,5 %	11,0 %	10,0 %	7,5 %	8,7 %	7,6 %	7,2 %
Maint. Capex / Umsatz	9,5 %	11,0 %	10,0 %	7,5 %	8,7 %	7,6 %	7,2 %
CAPEX / Abschreibungen	131,3 %	84,7 %	95,1 %	99,2 %	121,4 %	99,6 %	100,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	19,7 %	24,7 %	18,7 %	19,6 %	18,6 %	18,3 %	18,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	550,6 %	261,3 %	390,0 %	290,4 %	293,5 %	330,0 %	337,5 %
Vorratumschlag	3,4 x	2,8 x	4,5 x	3,3 x	4,6 x	4,6 x	4,6 x
Receivables collection period (Tage)	60	63	78	74	67	67	67
Payables payment period (Tage)	42	91	70	86	75	66	65
Cash conversion cycle (Tage)	82	60	29	46	20	28	29

Investitionen und Cash Flow

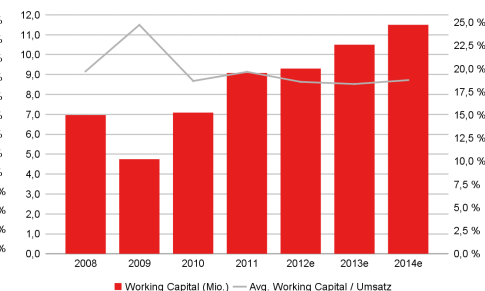
in Mio. EUR



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.

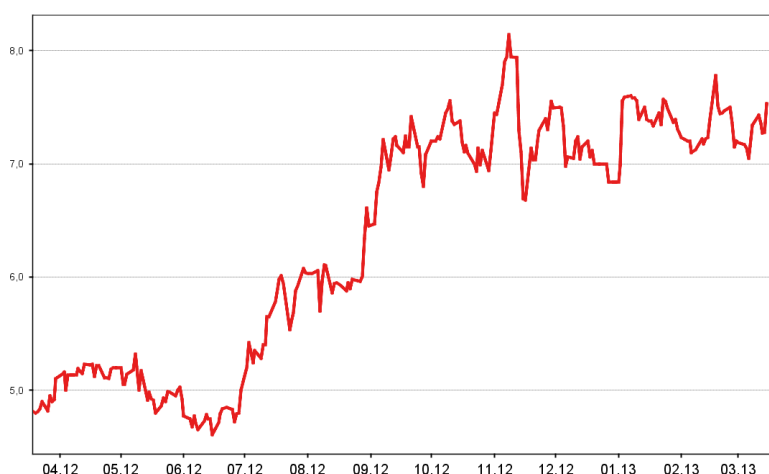
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	56
Halten	71	37
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	193	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	98	62
Halten	54	34
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	159	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [18.03.2013]


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

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com	Roland Rapelius Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Oliver Schwarz Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Björn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Malte Rätther Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@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
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@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
----------------------------------------------	-----------------------------------------------	-------------------------------------------	-------------------------------------------