

Buy EUR 17,00 (EUR 16,00) Kurs EUR 15,35 Upside 10,7 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 17,00 FCF-Value Potential: 14,50	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: 94,2 Aktienanzahl (Mio.): 6,1 EV: 83,0 Freefloat MC: 64,5 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 350,37	Aktionäre: Freefloat 68,5 % Trier Asset Mgmt 26,7 % Eigene Aktien 4,8 %	Risikoprofil (WRe): 2013e Beta: 1,3 KBV: 4,0 x EK-Quote: 61 % Net Fin. Debt / EBITDA: -1,1 x Net Debt / EBITDA: -0,9 x

Akquisition stärkt Positionierung im Netzwerkdiagnose-Geschäft

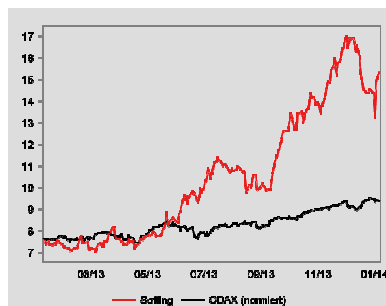
Softings Erwerb von Psiber Data wird Softings Positionierung im Bereich **Netzwerkdiagnose** stärken. Psiber ist Anbieter von Geräten für die Diagnose von Ethernet-Verkabelungen (Kupfer und Glasfaser). Diese kommen in der Industriautomation, in Büronetzwerken und Kommunikations-Backbones in Rechenzentren zum Einsatz. Psiber bezeichnet sich als Technologieführer in diesem Markt und bietet als einziges Unternehmen Kabel bis hin zur CAT 8 Spezifikation an, die Teil der nächsten Generation von Ethernet-Netzwerken sind.

Psibers **Produktpalette** umfasst Netzwerkanalyse, Netzwerktester, WiFi-Simulation und Kabeltester. Das Unternehmen bietet sowohl eigene als auch Handelsprodukte an. Dementsprechend scheint die Akquisition ideal zu Softing zu passen: Softing ist weltweiter Marktführer bei Profibustestern für Industriernetzwerke, verfügte jedoch noch über keine eigenen mobilen Geräte für den wachsenden Markt für Ethernet-Netzwerke in der Industriautomation.

Finanzielle Details wurden nicht bekannt gegeben. Softing wies jedoch darauf hin, dass der im Bereich Netzwerk- und Kabeldiagnose generierte Gesamtumsatz im Jahr 2014 mit Psiber auf EUR 10 Mio. steigen würde. Den verfügbaren Daten zufolge hat Psiber im Jahr 2012 ein Nettoergebnis von etwa EUR 0,14 Mio. generiert. Der Akquisitionspreis wird mit liquiden Mitteln finanziert. Für dieses Jahr rechnen wir weder mit einem deutlichen EBIT-Effekt noch mit erheblichen Integrationskosten, da Psiber in unmittelbarer Nähe zu Softing im Münchener Raum angesiedelt ist und sich **das Produktportfolio beider Unternehmen ergänzt**. Aus unserer Sicht resultieren Synergien aus dem Leverage von Softings Vertriebspersonal, um Psibers Produktabsatz zu beschleunigen.

Die Akquisition zeigt, dass Softing seine Positionierung um seine Kernkompetenz, die Kommunikation in Industrie-, Automations- und anderen Netzwerken, ausweitet. Die Schätzungen werden angehoben. Wir rechnen ab 2015e mit positiven Auswirkungen auf die Bottom-Line. Das DCF-basierte Kursziel wird auf **EUR 17** angehoben. Softing wird oft mit HMS Networks verglichen, das 2015 um 15% wachsen dürfte und auf einem EV/EBIT 2015e von 13 notiert. Dies weist auf Upside für Softing hin. Die **Kaufempfehlung** wird vor dem Hintergrund des Kurspotenzials von >10% bestätigt.

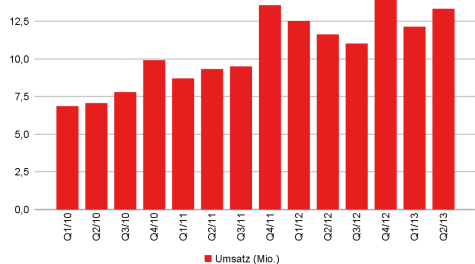
Schätzungsänderungen:							Kommentar zu den Änderungen:	
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2013e (alt)	+ / -	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -		
Umsatz	54,0	0,0 %	61,0	6,6 %	68,0	10,3 %	- Wir erwarten für 2014 keine signifikanten EBIT-Beiträge (beispielsweise aufgrund von PPA-Abschreibungen). - Unsere EBIT-Schätzung für 2015e wurde um EUR 0,5 Mio. erhöht.	
EBIT	6,1	0,0 %	7,0	2,2 %	8,5	5,5 %		
EPS	0,70	0,0 %	0,82	2,4 %	0,97	5,2 %		



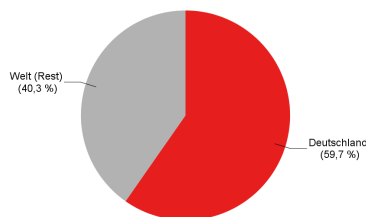
Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-11,6 %
6 Monate:	20,0 %
Jahresverlauf:	7,6 %
Letzte 12 Monate:	78,5 %

Unternehmenstermine:	
28.03.14	2013
07.05.14	HV
14.05.14	Q1
14.08.14	Q2

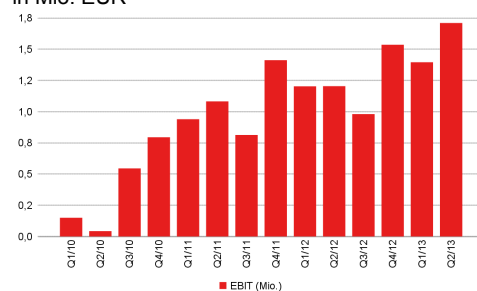
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	14,9 %	23,7	31,7	41,1	49,4	54,0	65,0	75,0
Veränd. Umsatz yoy		-29,1 %	33,8 %	29,9 %	20,0 %	9,3 %	20,4 %	15,4 %
Rohrtragsmarge		82,5 %	80,0 %	75,6 %	76,3 %	76,2 %	73,9 %	72,9 %
EBITDA	17,6 %	0,6	4,8	7,4	8,3	10,2	11,5	13,5
Marge		2,5 %	15,3 %	17,9 %	16,7 %	18,9 %	17,7 %	17,9 %
EBIT	22,2 %	-2,5	1,5	4,2	4,9	6,1	7,2	9,0
Marge		-10,4 %	4,8 %	10,3 %	10,0 %	11,3 %	11,1 %	12,0 %
Nettoergebnis	21,8 %	-1,7	1,0	3,1	3,5	4,3	5,2	6,4
EPS	20,0 %	-0,33	0,19	0,58	0,59	0,70	0,84	1,02
EPS adj.	20,0 %	-0,33	0,19	0,58	0,59	0,70	0,84	1,02
DPS	18,6 %	0,00	0,11	0,27	0,27	0,30	0,40	0,45
Dividendenrendite		0,0 %	4,7 %	6,9 %	4,6 %	2,0 %	2,6 %	2,9 %
FCFPS		-0,17	0,04	0,60	0,53	0,55	0,58	0,73
EV / Umsatz		0,3 x	0,3 x	0,4 x	0,5 x	1,7 x	1,3 x	1,1 x
EV / EBITDA		13,1 x	1,8 x	2,0 x	2,9 x	8,7 x	7,6 x	6,4 x
EV / EBIT		n.a.	5,7 x	3,5 x	4,9 x	14,6 x	12,2 x	9,6 x
KGV		n.a.	12,4 x	6,7 x	9,9 x	21,9 x	18,3 x	15,0 x
KGV ber.		n.a.	12,4 x	6,7 x	9,9 x	21,9 x	18,3 x	15,0 x
FCF Yield Potential		-8,4 %	24,3 %	25,6 %	13,8 %	5,8 %	7,1 %	8,6 %
Nettoverschuldung		-3,0	-3,3	-5,8	-10,4	-9,5	-11,2	-13,1
ROE		-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,8 %	18,6 %	20,3 %	22,4 %
ROCE (NOPAT)		-16,6 %	10,0 %	26,5 %	30,0 %	31,9 %	33,6 %	38,7 %
Guidance:	2013: Umsatz von 53-56 Mio. und ein EBIT von EUR 5,8-6,2 Mio.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR


Quelle: Company

Umsatz nach Regionen
2012; in %


Quelle: Company

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR


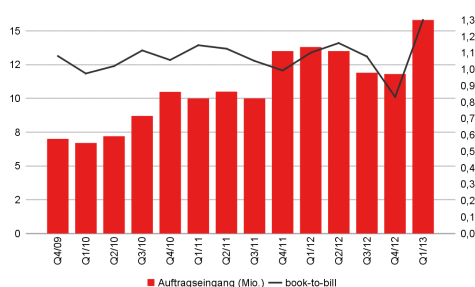
Quelle: Company

Unternehmenshintergrund

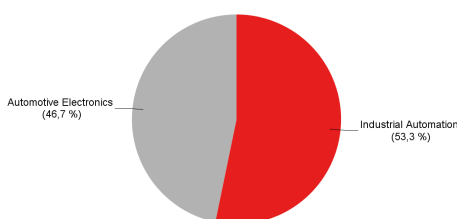
- Softing verfügt über Kompetenzen im Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Die Geschäftstätigkeit umfasst zwei Segmente.
- Industrial Automation: Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in 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

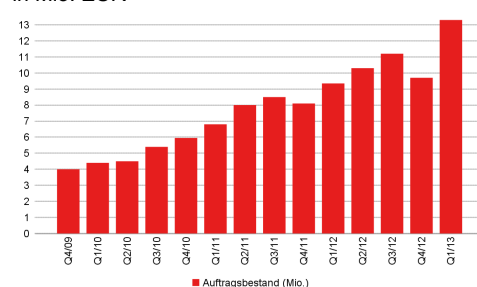
- Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander als auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den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

Auftragseingang


Quelle: Company

Umsatz nach Segmenten
2012; in %


Quelle: Company

Auftragsbestand
in Mio. EUR


Quelle: Company

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	54,0	65,0	75,0	81,0	86,5	91,5	96,0	100,0	103,6	106,7	109,4	111,8	114,0	2,0 %
Umsatzwachstum	9,3 %	20,4 %	15,4 %	8,0 %	6,8 %	5,8 %	4,9 %	4,2 %	3,5 %	3,0 %	2,6 %	2,2 %	2,0 %	
EBIT	6,1	7,2	9,0	11,3	12,1	12,7	13,3	13,8	14,2	14,6	14,9	15,2	15,4	13,5 %
EBIT-Marge	11,3 %	11,1 %	12,0 %	14,0 %	13,9 %	13,9 %	13,8 %	13,8 %	13,7 %	13,7 %	13,6 %	13,6 %	13,5 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	29,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	10,8
NOPAT	4,3	5,1	6,3	7,9	8,4	8,9	9,3	9,6	9,9	10,2	10,4	10,6	10,8	
Abschreibungen	4,1	4,3	4,5	5,3	5,6	5,9	6,2	6,5	6,7	6,9	7,1	7,3	7,4	6,5 %
Abschreibungsquote	7,6 %	6,6 %	6,0 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,4
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,8	1,7	1,8	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	7,6
- Investitionen	4,3	4,2	4,5	5,4	5,8	6,1	6,4	6,7	6,9	7,1	7,3	7,5	7,6	
Investitionsquote	8,0 %	6,5 %	6,0 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	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)	3,3	3,5	4,5	6,8	7,2	7,7	8,2	8,6	9,0	9,3	9,6	9,9	10,1	10
Barwert FCF	3,6	3,4	4,0	5,5	5,3	5,2	5,0	4,8	4,6	4,3	4,1	3,8	3,5	
Anteil der Barwerte	10,51 %			44,34 %										45,16 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:

Fremdkapitalquote	0,00 %
Fremdkapitalzins	2,8 %
Marktrendite	8,00 %
Risikofreie Rendite	2,50 %

WACC 9,72 %

Herleitung Beta:

Finanzielle Stabilität	1,30
Liquidität	1,40
Zyklizität	1,30
Transparenz	1,25
Sonstiges	1,00

Beta 1,31**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2025e

Terminal Value	57		
Zinstr. Verbindlichkeiten	47		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	2		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	10	Aktienzahl (Mio.)	6,4
Eigenkapitalwert	112	Wert je Aktie (EUR)	17,46

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 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,49	10,7 %	15,12	15,27	15,42	15,58	15,76	15,94	16,14	1,49	10,7 %	13,75	14,36	14,97	15,58	16,19	16,80	17,41
1,40	10,2 %	15,92	16,09	16,27	16,46	16,67	16,89	17,12	1,40	10,2 %	14,53	15,18	15,82	16,46	17,11	17,75	18,40
1,36	10,0 %	16,35	16,54	16,74	16,95	17,17	17,41	17,67	1,36	10,0 %	14,96	15,62	16,28	16,95	17,61	18,27	18,94
1,31	9,7 %	16,81	17,01	17,23	17,46	17,71	17,97	18,25	1,31	9,7 %	15,41	16,09	16,78	17,46	18,14	18,83	19,51
1,27	9,5 %	17,30	17,52	17,76	18,01	18,28	18,57	18,88	1,27	9,5 %	15,89	16,60	17,30	18,01	18,72	19,42	20,13
1,22	9,2 %	17,82	18,06	18,32	18,60	18,89	19,21	19,55	1,22	9,2 %	16,41	17,14	17,87	18,60	19,33	20,06	20,78
1,13	8,7 %	18,97	19,26	19,57	19,90	20,27	20,66	21,08	1,13	8,7 %	17,56	18,34	19,12	19,90	20,69	21,47	22,25

- 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.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-1,8	1,0	3,1	3,5	4,3	5,2	6,4	
+ Abschreibung + Amortisation	3,1	3,3	3,1	3,3	4,1	4,3	4,5	
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	
- Erhaltungsinvestitionen	1,9	2,4	2,3	3,5	3,2	3,2	3,4	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	-0,7	2,1	3,9	3,3	5,1	6,2	7,4	
Free Cash Flow Yield Potential	-8,4 %	24,3 %	25,6 %	13,8 %	5,8 %	7,1 %	8,6 %	
WACC	9,72 %	9,72 %	9,72 %	9,72 %	9,72 %	9,72 %	9,72 %	
= Enterprise Value (EV)	7,9	8,7	15,0	24,2	89,4	87,7	85,8	
= Fair Enterprise Value	n.a.	21,8	39,7	34,5	52,9	64,2	75,7	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-12,1	-12,1	-12,1	-12,1	-11,3	-12,9	-14,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
- 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	n.a.	32,1	50,0	44,8	62,4	75,4	88,8	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	n.a.	5,23	8,15	7,31	10,18	12,28	14,47	
Premium (-) / Discount (+) in %					-33,7 %	-20,0 %	-5,7 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
WACC	12,72 %	n.a.	4,40	6,63	5,98	8,14	9,82	11,56
	11,72 %	n.a.	4,63	7,05	6,35	8,71	10,50	12,37
	10,72 %	n.a.	4,90	7,55	6,78	9,37	11,31	13,32
	9,72 %	n.a.	5,23	8,15	7,31	10,18	12,28	14,47
	8,72 %	n.a.	5,64	8,89	7,95	11,17	13,48	15,89
	7,72 %	n.a.	6,15	9,83	8,76	12,41	15,00	17,67
	6,72 %	n.a.	6,82	11,04	9,81	14,03	16,96	19,98

- 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

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	0,8 x	0,8 x	1,2 x	1,6 x	4,0 x	3,7 x	3,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,24	1,52	1,96	2,43	2,30	2,84	3,41
EV / Umsatz	0,3 x	0,3 x	0,4 x	0,5 x	1,7 x	1,3 x	1,1 x
EV / EBITDA	13,1 x	1,8 x	2,0 x	2,9 x	8,7 x	7,6 x	6,4 x
EV / EBIT	n.a.	5,7 x	3,5 x	4,9 x	14,6 x	12,2 x	9,6 x
EV / EBIT adj.*	n.a.	5,7 x	3,5 x	4,9 x	14,6 x	12,2 x	9,6 x
Kurs / FCF	n.a.	53,0 x	6,5 x	11,0 x	27,9 x	26,5 x	21,0 x
KGV	n.a.	12,4 x	6,7 x	9,9 x	21,9 x	18,3 x	15,0 x
KGV ber.*	n.a.	12,4 x	6,7 x	9,9 x	21,9 x	18,3 x	15,0 x
Dividendenrendite	0,0 %	4,7 %	6,9 %	4,6 %	2,0 %	2,6 %	2,9 %
Free Cash Flow Yield Potential	-8,4 %	24,3 %	25,6 %	13,8 %	5,8 %	7,1 %	8,6 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Auftragseingang	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
book-to-bill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Auftragsbestand	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

GuV

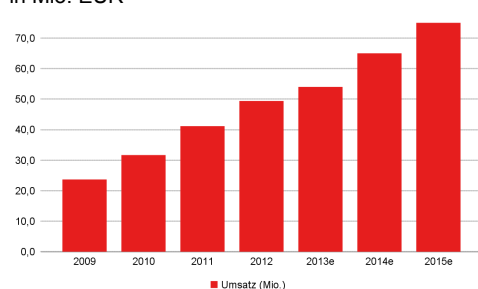
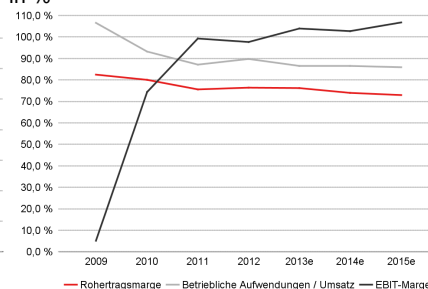
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	23,7	31,7	41,1	49,4	54,0	65,0	75,0
Veränd. Umsatz yoy	-29,1 %	33,8 %	29,9 %	20,0 %	9,3 %	20,4 %	15,4 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviert. Eigenleistungen	2,2	2,7	2,0	3,2	2,9	2,7	2,9
Gesamterlöse	25,8	34,4	43,2	52,6	56,9	67,7	77,9
Materialaufwand	6,3	9,1	12,1	14,9	15,8	19,7	23,3
Rohhertrag	19,5	25,3	31,1	37,7	41,1	48,0	54,7
Rohhertragsmarge	82,5 %	80,0 %	75,6 %	76,3 %	76,2 %	73,9 %	72,9 %
Personalaufwendungen	14,9	16,1	19,4	23,6	24,7	29,3	31,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	0,8	1,7	0,9	0,8	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,8	5,2	6,1	6,8	7,0	8,0	10,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,6	4,8	7,4	8,3	10,2	11,5	13,5
Marge	2,5 %	15,3 %	17,9 %	16,7 %	18,9 %	17,7 %	17,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,5	0,9	1,1	1,3
EBITA	0,3	4,6	7,1	7,8	9,3	10,4	12,2
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,0	2,8	2,9	3,2	3,2	3,2
Goodwill-Abschreibung	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	-2,5	1,5	4,2	4,9	6,1	7,2	9,0
Marge	-10,4 %	4,8 %	10,3 %	10,0 %	11,3 %	11,1 %	12,0 %
EBIT adj.	-2,5	1,5	4,2	4,9	6,1	7,2	9,0
Zinserträge	0,1	0,1	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-2,5	1,4	4,2	4,9	6,2	7,3	9,1
Marge	-10,7 %	4,3 %	10,3 %	10,0 %	11,5 %	11,2 %	12,1 %
Steuern gesamt	-0,7	0,4	1,2	1,4	1,9	2,1	2,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-1,8	1,0	3,1	3,5	4,3	5,2	6,4
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-1,8	1,0	3,1	3,5	4,3	5,2	6,4
Minderheitenanteile	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	-1,7	1,0	3,1	3,5	4,3	5,2	6,4
Marge	-7,1 %	3,1 %	7,5 %	7,1 %	8,1 %	8,0 %	8,5 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,1	5,1	5,3	5,9	6,2	6,2	6,2
EPS	-0,33	0,19	0,58	0,59	0,70	0,84	1,02
EPS adj.	-0,33	0,19	0,58	0,59	0,70	0,84	1,02

*Adjustiert um:

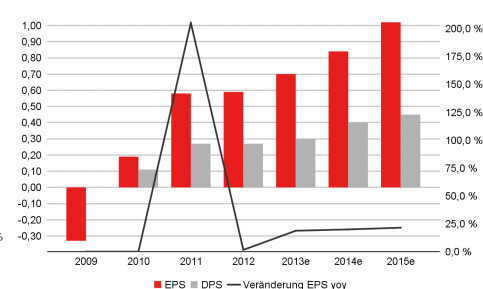
Guidance: 2013: Umsatz von 53-56 Mio. und ein EBIT von EUR 5,8-6,2 Mio.

Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	106,6 %	93,3 %	87,0 %	89,7 %	86,4 %	86,5 %	85,9 %
Operating Leverage	n.a.	n.a.	5,9 x	0,8 x	2,6 x	0,9 x	1,6 x
EBITDA / Interest expenses	3,6 x	16,8 x	29,1 x	33,7 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	27,0 %	27,2 %	28,1 %	29,0 %	30,0 %	29,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	57,1 %	47,1 %	45,8 %	42,8 %	47,8 %	43,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	104.251	141.402	159.488	166.851	168.750	191.176	214.286

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

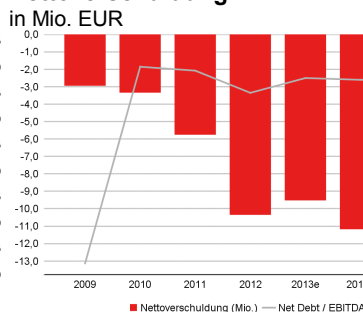
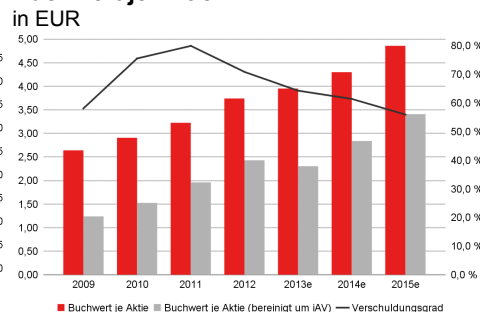
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,2	7,1	6,7	7,8	10,2	9,1	9,0
davon übrige imm. VG	1,3	1,0	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,4	2,4	2,4	4,9	4,9	4,9
Sachanlagen	0,7	0,6	1,1	1,4	1,4	1,3	1,1
Finanzanlagen	1,1	1,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	9,0	9,6	8,7	9,9	12,3	11,0	10,8
Vorräte	2,2	2,0	3,6	3,3	3,6	3,8	4,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,1	6,8	8,3	9,8	10,4	12,5	14,4
Liquide Mittel	4,2	6,1	8,5	12,6	11,8	13,4	15,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,0	1,7	1,7	2,3	2,3	2,3	2,3
Umlaufvermögen	12,5	16,7	22,2	28,0	28,0	32,0	36,2
Bilanzsumme (Aktiva)	21,5	26,3	31,0	37,9	40,3	43,0	47,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,6	5,6	5,6	6,4	6,4	6,4	6,4
Kapitalrücklage	1,7	1,7	1,7	4,4	4,4	4,4	4,4
Gewinnrücklagen	7,5	8,3	10,6	12,1	16,5	21,7	28,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,3	-0,8	-0,8	-0,8	-2,8	-5,8	-8,7
Buchwert	13,5	14,9	17,2	22,2	24,5	26,7	30,1
Anteile Dritter	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	13,6	15,0	17,2	22,2	24,5	26,7	30,1
Rückstellungen gesamt	1,3	1,3	1,7	3,0	3,0	3,0	3,0
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0	1,1	1,0	1,8	1,8	1,8	1,8
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,2	1,6	1,8	0,5	0,5	0,5	0,5
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,6	1,7	2,9	3,0	3,0	3,6	4,1
Sonstige Verbindlichkeiten	4,9	6,6	7,4	9,3	9,3	9,3	9,3
Verbindlichkeiten	7,9	11,3	13,8	15,7	15,8	16,4	16,9
Bilanzsumme (Passiva)	21,5	26,3	31,0	37,9	40,3	43,0	47,0

Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,4 x	4,1 x	4,0 x	4,2 x	4,4 x	4,7 x	4,8 x
Capital Employed Turnover	2,2 x	2,7 x	3,6 x	4,2 x	3,6 x	4,2 x	4,4 x
ROA	-18,6 %	10,3 %	35,1 %	35,6 %	35,4 %	47,1 %	59,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	-16,6 %	10,0 %	26,5 %	30,0 %	31,9 %	33,6 %	38,7 %
ROE	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,8 %	18,6 %	20,3 %	22,4 %
Adj. ROE	-11,5 %	7,0 %	19,1 %	17,8 %	18,6 %	20,3 %	22,4 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-3,0	-3,3	-5,8	-10,4	-9,5	-11,2	-13,1
Nettofinanzverschuldung	-3,9	-4,5	-6,8	-12,1	-11,3	-12,9	-14,9
Net Gearing	-21,7 %	-22,4 %	-33,5 %	-46,7 %	-38,9 %	-42,0 %	-43,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-654,8 %	-92,7 %	-91,9 %	-146,5 %	-110,2 %	-112,4 %	-110,6 %
Buchwert je Aktie	2,6	2,9	3,2	3,7	4,0	4,3	4,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,2	1,5	2,0	2,4	2,3	2,8	3,4

Entwicklung ROCE**Nettoverschuldung****Buchwert je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

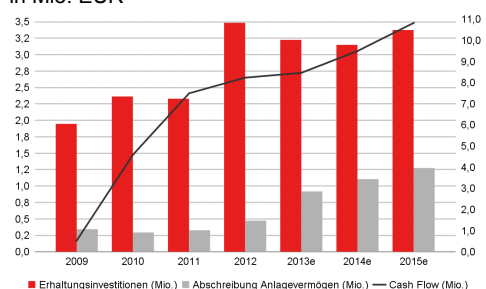
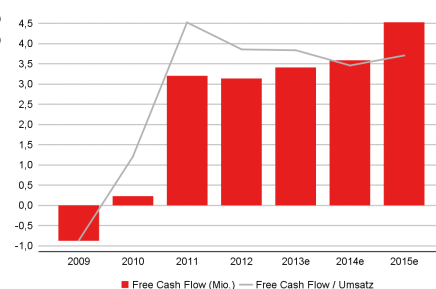
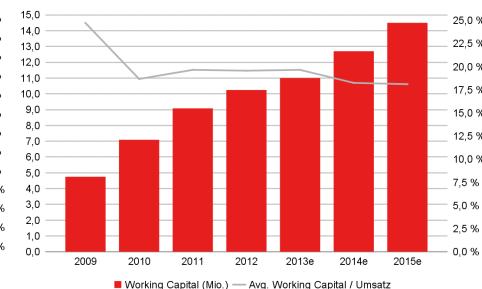
Quelle: Warburg Research

Cash flow

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,8	1,0	3,1	3,5	4,3	5,2	6,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,3	0,5	0,9	1,1	1,3
Amortisation Goodwill	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,4	3,0	2,8	2,9	3,2	3,2	3,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,7	0,3	1,1	1,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	0,5	4,6	7,5	8,2	8,5	9,5	10,8
Veränderung Vorräte	0,3	0,2	-0,8	0,3	-0,3	-0,2	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	1,8	-3,5	-0,2	-1,8	-0,6	-2,1	-1,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	-0,2	1,1	0,1	0,6	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,9	2,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	1,2	-1,2	-1,2	-0,5	-0,8	-1,7	-1,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,7	3,4	6,3	7,8	7,7	7,8	9,0
Investitionen in iAV	-2,4	-2,9	-2,4	-3,9	-3,4	-3,2	-3,4
Investitionen in Sachanlagen	-0,1	-0,2	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	-0,3	0,0	0,0	0,0	-2,5	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-1,3	0,6	0,2	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	-2,9	-4,4	-2,5	-4,4	-6,8	-4,2	-4,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	1,2	0,0	-1,2	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-0,6	-1,4	-1,7	-1,9	-2,6
Erwerb eigener Aktien	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,5	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,3	1,7	-0,8	0,9	-1,7	-1,9	-2,6
Veränderung liquide Mittel	-1,4	0,7	3,0	4,2	-0,8	1,7	2,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	4,1	4,9	7,3	11,5	10,7	12,3	14,3

Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-0,9	0,2	3,2	3,1	3,4	3,6	4,5
Free Cash Flow / Umsatz	-3,7 %	0,7 %	7,8 %	6,4 %	6,3 %	5,5 %	6,0 %
Free Cash Flow Potential	-0,7	2,1	3,9	3,3	5,1	6,2	7,4
Free Cash Flow / Umsatz	-3,7 %	0,7 %	7,8 %	6,4 %	6,3 %	5,5 %	6,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	52,3 %	23,0 %	104,4 %	89,3 %	78,4 %	69,2 %	71,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,0 %	2,1 %	3,5 %	2,4 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	144,3 %	30,7 %	14,8 %	21,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	11,0 %	10,0 %	7,5 %	9,4 %	8,0 %	6,5 %	6,0 %
Maint. Capex / Umsatz	8,2 %	7,5 %	5,7 %	7,1 %	6,0 %	4,8 %	4,5 %
CAPEX / Abschreibungen	84,7 %	95,1 %	99,2 %	139,1 %	104,4 %	97,6 %	100,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	24,7 %	18,7 %	19,6 %	19,6 %	19,7 %	18,2 %	18,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	261,3 %	390,0 %	290,4 %	333,8 %	346,7 %	347,2 %	351,2 %
Vorratumschlag	2,8 x	4,5 x	3,3 x	4,5 x	4,4 x	5,2 x	5,5 x
Receivables collection period (Tage)	63	78	74	73	70	70	70
Payables payment period (Tage)	91	70	86	72	69	67	64
Cash conversion cycle (Tage)	60	29	46	26	30	17	14

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO 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%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierte Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.
- 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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

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	93	47
Halten	90	46
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	197	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	74	53
Halten	58	42
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	139	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [07.01.2014]

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

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Henner Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@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
Harald Hof Medtech	+49 40 309537-125 hhof@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
Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@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, Agriculture	+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
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Ömer Güven Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@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
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Malte Rätther Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.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
Michael Ilgenstein Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@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 Merckel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@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 Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---