

Buy EUR 18,00 Kurs EUR 13,22 Upside 36,2 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 18,30 FCF-Value Potential 17e: 18,70	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: 92,0 Aktienanzahl (Mio.): 7,0 EV: 101,1 Freefloat MC: 68,1 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 136,00	Aktionäre: Freefloat 74,0 % Trier Asset Mgmt 26,0 %	Risikoprofil (WRe): 2015e Beta: 1,3 KBV: 2,3 x EK-Quote: 49 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,5 x Net Debt / EBITDA: 0,7 x

Solider Auftragseingang untermauert antizipiertes starkes H2 2015

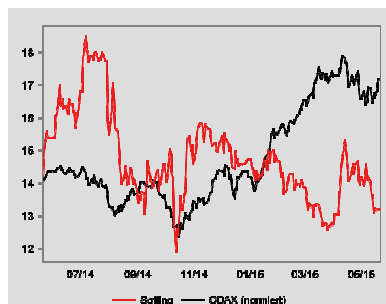
Berichtete Kennzahlen Q1/2015:							
in EUR m	Q1/15	Q1/15e	Q1/14	yoy	2015e	2014	yoy
Sales	17.3	17.3	16.1	7.8%	81.0	74.5	8.7%
EBITDA	2.4	2.6	2.4	0.7%	12.8	10.1	27.0%
margin	13.7%	15.0%	14.7%		15.8%	13.5%	
EBIT adjusted	1.4	1.4	1.2	22.3%	8.0	6.2	29.7%
margin	8.4%	8.1%	7.4%		9.9%	8.3%	
EBIT	1.1	1.1	1.0	14.0%	7.7	5.9	31.2%
margin	6.6%	6.4%	6.2%		9.5%	7.9%	
EPS in EUR	0.11	0.11	0.10	10.0%	0.75	0.58	29.3%
Industrial Automation	12.9	12.9	8.4	53.1%	57.5	46.9	22.5%
EBIT Industrial Automation	1.0	0.8	0.2	305.3%	6.0	1.7	259.9%
margin	7.7%	6.2%	2.9%		10.4%	3.6%	
Automotive Electronics	4.4	4.4	7.6	-42.2%	23.5	27.6	-14.9%
EBIT Automotive Electronics	0.1	0.3	0.8	-80.6%	1.7	4.2	-59.2%
margin	3.3%	6.8%	9.9%		7.3%	15.3%	
Order entries	22.0		16.4	34.1%		70.0	-
Book-to-bill	1.3		1.0	24.4%		0.9	-

Kommentar zu den Kennzahlen:

- Vorläufige Zahlen wurden bereits veröffentlicht (Umsatz, EBIT, EPS).
- Umsatzwachstum von 8%** wurde durch Akquisitionen getrieben (überwiegend OLDI, die US-Tochter, die seit Q3 letzten Jahres konsolidiert wird und Teil des Segments Industrial Automation ist). Währungsrückwind hat den Umsatz unterstützt.
- Aktivierte Eigenleistungen** sind um über EUR 260 Tsd. gesunken, was zur niedrigeren Profitabilität beiträgt.
- Industrial Automation:** Während Europa schwach war, verzeichneten die USA sowie Asien eine positive Entwicklung.
- Automotive Electronics:** Das Q1 des Vorjahres ist aufgrund von Auslieferungen von Produkten, die das Ende ihres Lebenszyklus erreicht haben, außergewöhnlich stark ausgefallen. Produkte der neuen Generation sollten bis Ende dieses Jahres eingeführt werden und sich danach positiv auf die Umsatzentwicklung auswirken. **Kosteneinsparungen** halfen dabei, die Profitabilität in diesem Segment zu verteidigen.
- Die Anzahl der **Vollzeitangestellten** ist im Vergleich zu Ende 2014 um 8 auf 427 gestiegen.
- Die **EBIT-Anpassungen** sind auf PPA-bezogene Abschreibungen zurückzuführen (EUR 307 Tsd. vs. EUR 183 Tsd. im Vorjahres-Q1).
- EPS:** Die Kapitalerhöhung des vergangenen Jahres sowie ein höherer Steuersatz (32% vs. 26% vor einem Jahr) wirkten sich negativ aus.

Der Q1 Bericht bestätigte die vorläufigen Zahlen. Während das Unternehmen bereits kommuniziert hatte, dass 2015 H2-lastig würde, betrachten wir es als positiv, dass die Aussagen durch die Entwicklung der Auftragseingänge unterstützt wurden, die zu einer Book-to-Bill-Quote von 1,3 führten und auf einen Umsatzanstieg deuten. Darüber hinaus hat sich das **Auftragsbuch** Ende letzten Jahres von EUR 5,7 Mio. auf EUR 10,4 Mio. Ende des letzten Quartals nahezu verdoppelt und die Visibilität für die kommenden Quartale erhöht. Angesichts dieser Zahlen sollte berücksichtigt werden, dass Psiber und OLDI kurze Auftragseingangs- bis Auslieferungszeiten haben und dementsprechend kaum zum Auftragsbuch beitragen.

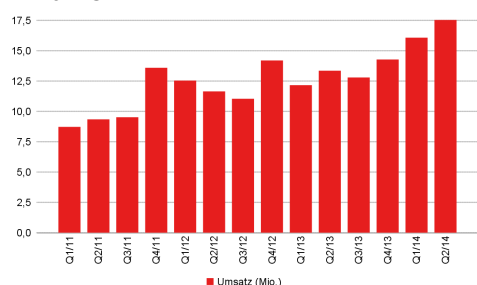
Wir antizipieren, dass das Unternehmen wieder zweistellige Profitabilitätsniveaus erreicht, vor allem durch höhere Umsatzniveaus. Das Segment **Industrial Automation** wird deutlich stärkere Q3 und Q4 Umsätze verzeichnen. Die Einführung der Produkte wird das Wachstum über dieses Jahr hinaus unterstützen. Zudem wird Softing in seinem Segment **Automotive Electronics** neue Produktgenerationen einführen. Ein jüngst unterzeichneter siebenstelliger Vertrag mit einem neuen Kunden im Bereich Messtechnik erhöht ebenfalls die Visibilität. Angesichts einer Verbesserung der Auftragslage bleibt der Investment Case intakt. Dies wird durch eine zunehmende Automatisierung sowie die steigende Bedeutung von Elektronik und Netzwerken in Automobilprodukten als strukturelle Wachstumstreiber unterstützt. In einem der jüngsten Interviews betonte das Management, dass die Umsatzgrenze von EUR 100 Mio. bis 2017 erreicht werden sollte und untermauert damit unsere Schätzungen. Mittelfristig antizipiert das Management EBIT-Margen von bis zu 15%. **Die Kaufempfehlung sowie das Kursziel von EUR 18 werden bestätigt.**



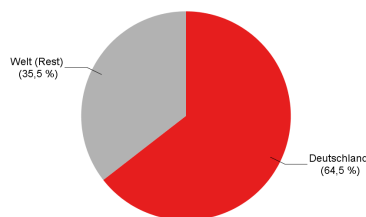
Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-7,9 %
6 Monate:	-35,1 %
Jahresverlauf:	-31,2 %
Letzte 12 Monate:	-27,6 %

Unternehmenstermine:	
14.08.15	Q2
13.11.15	Q3

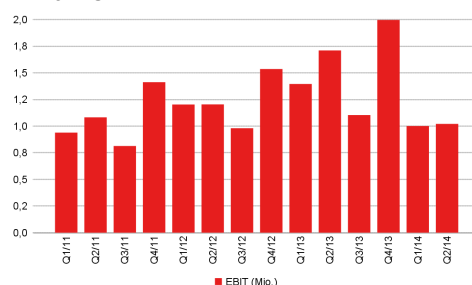
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	10,3 %	41,1	49,4	52,6	74,5	81,0	91,0	100,0
Veränd. Umsatz yoy		29,9 %	20,0 %	6,4 %	41,8 %	8,7 %	12,3 %	9,9 %
Rohrtragsmarge		75,6 %	76,3 %	78,7 %	68,5 %	71,0 %	71,2 %	71,4 %
EBITDA	17,8 %	7,4	8,3	9,4	10,1	12,8	14,8	16,5
Marge		17,9 %	16,7 %	17,8 %	13,5 %	15,8 %	16,3 %	16,5 %
EBIT	24,3 %	4,2	4,9	6,2	5,9	7,7	9,6	11,3
Marge		10,3 %	10,0 %	11,8 %	7,9 %	9,5 %	10,6 %	11,3 %
EBIT adj.	23,3 %	4,2	4,9	6,2	6,2	8,0	9,9	11,6
Nettoergebnis	27,6 %	3,1	3,5	4,3	3,8	5,2	6,7	7,9
EPS	25,3 %	0,58	0,59	0,69	0,58	0,75	0,96	1,14
DPS	17,0 %	0,27	0,27	0,35	0,25	0,30	0,35	0,40
Dividendenrendite		6,9 %	4,6 %	3,4 %	1,6 %	2,3 %	2,6 %	3,0 %
FCFPS		0,60	0,53	0,14	0,10	1,56	0,73	0,92
EV / Umsatz		0,4 x	0,5 x	1,0 x	1,6 x	1,2 x	1,1 x	0,9 x
EV / EBITDA		2,0 x	2,9 x	5,7 x	11,8 x	7,9 x	6,6 x	5,7 x
EV / EBIT		3,5 x	4,9 x	8,7 x	20,2 x	13,1 x	10,2 x	8,3 x
EV / EBIT adj.		3,5 x	4,9 x	8,7 x	19,2 x	12,6 x	9,9 x	8,1 x
KGv		6,7 x	9,9 x	15,0 x	26,3 x	17,6 x	13,8 x	11,6 x
FCF Yield Potential		25,6 %	13,8 %	6,8 %	3,4 %	6,9 %	8,5 %	10,0 %
Nettoverschuldung		-5,8	-10,4	-11,2	18,3	9,1	6,1	2,1
ROE		19,1 %	17,8 %	17,9 %	12,0 %	13,6 %	16,0 %	17,1 %
ROCE (NOPAT)		26,5 %	30,0 %	32,4 %	11,4 %	10,4 %	13,7 %	15,7 %
Guidance:	2015: Moderate Umsatzsteigerung; EBITDA/EBIT auf Vorjahresniveau							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR


Quelle: Company

Umsatz nach Regionen
2014; in %


Quelle: Company

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR


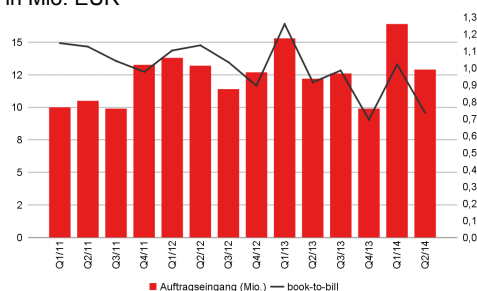
Quelle: Company

Unternehmenshintergrund

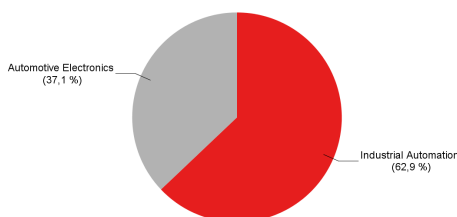
- Softing verfügt über Kompetenzen im Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Die Geschäftstätigkeit umfasst zwei Segmente.
- Industrial Automation: Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in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

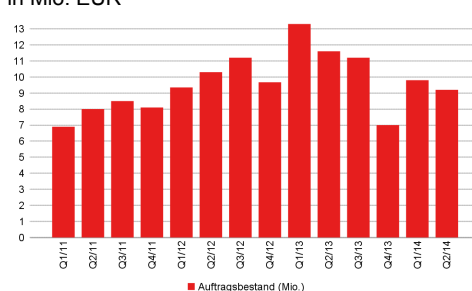
- Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander als auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den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


Quelle: Company

Umsatz nach Segmenten
2014; in %


Quelle: Company

Auftragsbestand
in Mio. EUR


Quelle: Company

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	81,0	91,0	100,0	110,0	119,4	128,1	136,1	143,4	150,0	155,8	161,0	165,6	168,9	2,0 %
Umsatzwachstum	8,7 %	12,3 %	9,9 %	10,0 %	8,6 %	7,3 %	6,3 %	5,3 %	4,6 %	3,9 %	3,3 %	2,9 %	2,0 %	
EBIT	7,7	9,6	11,3	10,5	11,3	12,2	12,9	13,6	14,2	14,8	15,3	15,7	16,0	9,5 %
EBIT-Marge	9,5 %	10,6 %	11,3 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	11,2
NOPAT	5,4	6,7	7,9	7,3	7,9	8,5	9,1	9,5	10,0	10,4	10,7	11,0	11,2	
Abschreibungen	5,1	5,2	5,2	7,2	7,8	8,3	8,8	9,3	9,7	10,1	10,5	10,8	11,0	6,5 %
Abschreibungsquote	6,3 %	5,7 %	5,2 %	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	0,8	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,6
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-5,4	2,0	1,8	2,1	1,6	1,5	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,6	11,3
- Investitionen	4,8	4,8	4,9	7,4	8,0	8,6	9,1	9,6	10,0	10,4	10,8	11,1	11,3	
Investitionsquote	5,9 %	5,3 %	4,9 %	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)	11,1	5,1	6,4	5,9	6,1	6,8	7,4	8,0	8,5	9,0	9,4	9,8	10,2	11
Barwert FCF	11,1	4,8	5,6	4,8	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	4,8	4,7	4,6	4,5	
Anteil der Barwerte	13,53 %			29,95 %										56,52 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	20,00 %	Finanzielle Stabilität	1,25
FK-Zins (nach Steuern)	2,2 %	Liquidität (Akte)	1,25
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,25
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,25
		Sonstiges	1,25
WACC	7,15 %	Beta	1,25

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	69		
Terminal Value	90		
Zinstr. Verbindlichkeiten	38		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	7,0
Eigenkapitalwert	127	Wert je Aktie (EUR)	18,28

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
1,48	8,1 %	13,52	13,84	14,19	14,57	14,98	15,42	15,91	1,48	8,1 %	11,34	12,41	13,49	14,57	15,65	16,72	17,80
1,36	7,6 %	14,95	15,35	15,79	16,26	16,77	17,34	17,96	1,36	7,6 %	12,74	13,91	15,08	16,26	17,43	18,61	19,78
1,31	7,4 %	15,76	16,21	16,69	17,22	17,80	18,44	19,15	1,31	7,4 %	13,53	14,76	15,99	17,22	18,45	19,68	20,91
1,25	7,1 %	16,64	17,14	17,68	18,28	18,94	19,67	20,48	1,25	7,1 %	14,41	15,70	16,99	18,28	19,57	20,86	22,15
1,19	6,9 %	17,60	18,16	18,77	19,45	20,20	21,03	21,97	1,19	6,9 %	15,38	16,73	18,09	19,45	20,81	22,17	23,52
1,14	6,6 %	18,65	19,28	19,98	20,75	21,61	22,57	23,65	1,14	6,6 %	16,45	17,88	19,31	20,75	22,18	23,61	25,04
1,02	6,1 %	21,07	21,89	22,80	23,82	24,96	26,27	27,77	1,02	6,1 %	18,99	20,60	22,21	23,82	25,42	27,03	28,64

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

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 ewige Verrentung 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.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,1	3,5	4,3	3,8	5,2	6,7	7,9	
+ Abschreibung + Amortisation	3,1	3,3	3,2	4,2	5,1	5,2	5,2	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	2,3	3,5	3,9	4,2	3,6	3,6	3,7	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	3,9	3,3	3,7	4,1	7,0	8,4	9,4	
Free Cash Flow Yield Potential	25,6 %	13,8 %	6,8 %	3,4 %	6,9 %	8,5 %	10,0 %	
WACC	7,15 %	7,15 %	7,15 %	7,15 %	7,15 %	7,15 %	7,15 %	
= Enterprise Value (EV)	15,0	24,2	53,7	119,1	101,1	98,1	94,1	
= Fair Enterprise Value	53,9	46,9	51,1	56,8	97,9	117,2	132,0	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	16,1	16,1	16,1	16,1	6,9	4,0	0,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	
- 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	35,7	28,6	32,9	38,5	88,7	111,1	129,9	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	5,12	4,11	4,72	5,54	12,75	15,96	18,66	
Premium (-) / Discount (+) in %					-3,5 %	20,8 %	41,1 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
WACC	10,15 %	2,83	2,12	2,55	3,12	8,60	10,99	13,05
	9,15 %	3,43	2,64	3,12	3,75	9,68	12,28	14,51
	8,15 %	4,17	3,28	3,82	4,53	11,03	13,90	16,33
	7,15 %	5,12	4,11	4,72	5,54	12,75	15,96	18,66
	6,15 %	6,38	5,21	5,92	6,86	15,04	18,70	21,74
	5,15 %	8,13	6,73	7,58	8,71	18,22	22,51	26,03
	4,15 %	10,73	8,98	10,04	11,44	22,92	28,15	32,38

- 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

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	1,2 x	1,6 x	2,5 x	2,7 x	2,3 x	2,1 x	1,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	1,96	2,43	2,62	-0,60	-0,03	0,66	1,50
EV / Umsatz	0,4 x	0,5 x	1,0 x	1,6 x	1,2 x	1,1 x	0,9 x
EV / EBITDA	2,0 x	2,9 x	5,7 x	11,8 x	7,9 x	6,6 x	5,7 x
EV / EBIT	3,5 x	4,9 x	8,7 x	20,2 x	13,1 x	10,2 x	8,3 x
EV / EBIT adj.*	3,5 x	4,9 x	8,7 x	19,2 x	12,6 x	9,9 x	8,1 x
Kurs / FCF	6,5 x	11,0 x	72,4 x	149,6 x	8,4 x	18,1 x	14,4 x
KGV	6,7 x	9,9 x	15,0 x	26,3 x	17,6 x	13,8 x	11,6 x
KGV ber.*	6,7 x	9,9 x	15,0 x	26,3 x	17,6 x	13,8 x	11,6 x
Dividendenrendite	6,9 %	4,6 %	3,4 %	1,6 %	2,3 %	2,6 %	3,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	25,6 %	13,8 %	6,8 %	3,4 %	6,9 %	8,5 %	10,0 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
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

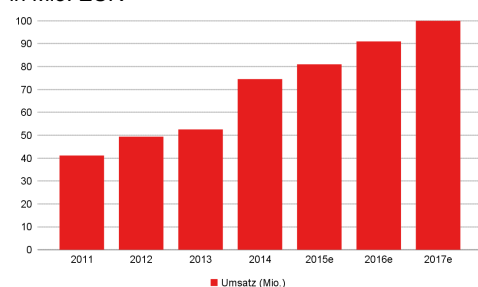
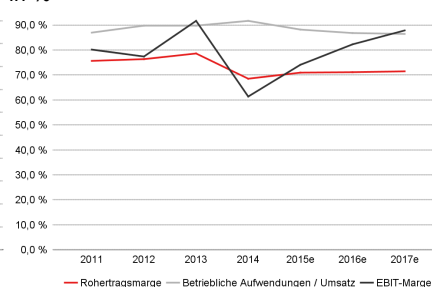
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	41,1	49,4	52,6	74,5	81,0	91,0	100,0
Veränd. Umsatz yoy	29,9 %	20,0 %	6,4 %	41,8 %	8,7 %	12,3 %	9,9 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	2,0	3,2	4,0	3,9	3,2	2,9	2,9
Gesamterlöse	43,2	52,6	56,5	78,5	84,2	93,9	102,9
Materialaufwand	12,1	14,9	15,2	27,4	26,7	29,1	31,5
Rohhertrag	31,1	37,7	41,3	51,1	57,5	64,8	71,4
Rohhertragsmarge	75,6 %	76,3 %	78,7 %	68,5 %	71,0 %	71,2 %	71,4 %
Personalaufwendungen	19,4	23,6	25,8	32,1	35,0	39,0	43,2
Sonstige betriebliche Erträge	1,7	0,9	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,1	6,8	6,8	9,7	10,4	11,7	12,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	7,4	8,3	9,4	10,1	12,8	14,8	16,5
Marge	17,9 %	16,7 %	17,8 %	13,5 %	15,8 %	16,3 %	16,5 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,5	0,5	0,6	1,1	1,2	1,2
EBITA	7,1	7,8	8,9	9,5	11,7	13,6	15,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,8	2,9	2,7	3,7	4,0	4,0	4,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,2	4,9	6,2	5,9	7,7	9,6	11,3
Marge	10,3 %	10,0 %	11,8 %	7,9 %	9,5 %	10,6 %	11,3 %
EBIT adj.	4,2	4,9	6,2	6,2	8,0	9,9	11,6
Zinserträge	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,3	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,2	4,9	6,2	5,6	7,4	9,5	11,3
Marge	10,3 %	10,0 %	11,7 %	7,5 %	9,2 %	10,5 %	11,3 %
Steuern gesamt	1,2	1,4	1,9	1,8	2,2	2,9	3,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,1	3,5	4,3	3,8	5,2	6,7	7,9
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,1	3,5	4,3	3,8	5,2	6,7	7,9
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	3,1	3,5	4,3	3,8	5,2	6,7	7,9
Marge	7,5 %	7,1 %	8,2 %	5,1 %	6,4 %	7,3 %	7,9 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,3	5,9	6,3	6,6	7,0	7,0	7,0
EPS	0,58	0,59	0,69	0,58	0,75	0,96	1,14
EPS adj.	0,58	0,59	0,69	0,58	0,75	0,96	1,14

*Adjustiert um:

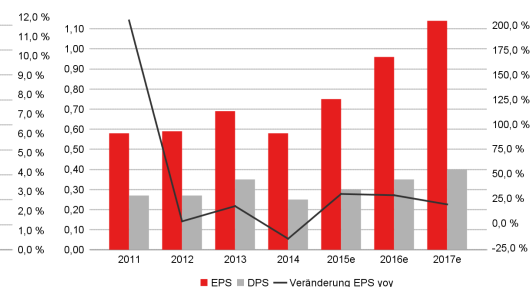
Guidance: 2015: Moderate Umsatzsteigerung; EBITDA/EBIT auf Vorjahresniveau

Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	87,0 %	89,7 %	89,7 %	91,7 %	88,1 %	86,9 %	86,4 %
Operating Leverage	5,9 x	0,8 x	4,1 x	-0,1 x	3,6 x	2,0 x	1,7 x
EBITDA / Interest expenses	29,1 x	33,7 x	45,7 x	23,3 x	42,7 x	74,2 x	165,0 x
Steuerquote (EBT)	28,1 %	29,0 %	30,2 %	32,3 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	47,1 %	45,8 %	51,1 %	43,4 %	40,2 %	36,5 %	35,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	159.488	166.851	155.936	181.345	180.000	189.583	208.333

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

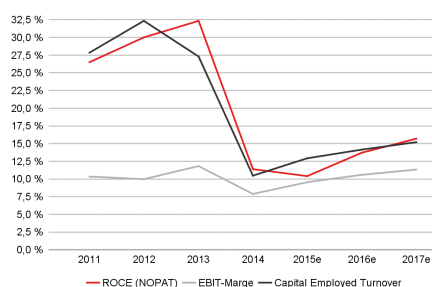
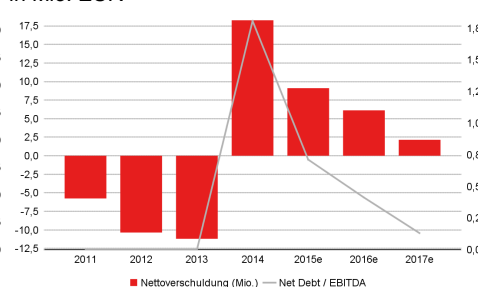
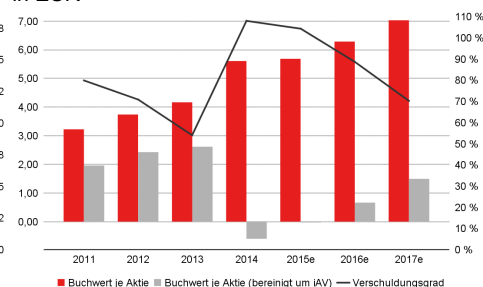
Bilanz

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,7	7,8	9,7	41,0	39,8	39,1	38,5
davon übrige imm. VG	0,7	0,6	0,5	22,2	21,6	21,0	20,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,4	2,4	14,5	14,5	14,5	14,5
Sachanlagen	1,1	1,4	1,4	1,9	1,9	1,8	1,7
Finanzanlagen	0,9	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	8,7	9,9	11,1	42,9	41,7	40,9	40,2
Vorräte	3,6	3,3	4,7	8,7	4,5	5,4	6,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	8,3	9,8	10,0	14,2	13,3	15,0	16,4
Liquide Mittel	8,5	12,6	12,9	8,8	18,9	18,9	17,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,7	2,3	1,5	2,4	2,4	2,4	2,4
Umlaufvermögen	22,2	28,0	29,1	34,1	39,1	41,7	43,0
Bilanzsumme (Aktiva)	31,0	37,9	40,2	77,0	80,8	82,6	83,2
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,6	6,4	6,4	7,0	7,0	7,0	7,0
Kapitalrücklage	1,7	4,4	4,4	12,3	12,3	12,3	12,3
Gewinnrücklagen	10,6	12,1	15,6	18,0	23,2	29,9	37,8
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,8	-0,8	-0,3	-0,2	-2,9	-5,4	-8,1
Buchwert	17,2	22,2	26,2	37,0	39,6	43,8	48,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	17,2	22,2	26,1	37,0	39,5	43,7	48,9
Rückstellungen gesamt	1,7	3,0	2,3	3,9	3,9	3,9	3,9
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0	1,8	1,5	2,2	2,2	2,2	2,2
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	1,8	0,5	0,2	24,8	25,9	22,9	17,9
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,9	3,0	2,5	4,2	4,4	5,0	5,5
Sonstige Verbindlichkeiten	7,4	9,3	9,0	7,1	7,1	7,1	7,1
Verbindlichkeiten	13,8	15,7	14,1	40,0	41,2	38,8	34,3
Bilanzsumme (Passiva)	31,0	37,9	40,2	77,0	80,8	82,6	83,2

Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,0 x	4,2 x	3,9 x	3,6 x	5,3 x	5,3 x	5,3 x
Capital Employed Turnover	3,6 x	4,2 x	3,5 x	1,3 x	1,7 x	1,8 x	2,0 x
ROA	35,1 %	35,6 %	38,9 %	8,9 %	12,5 %	16,3 %	19,7 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	26,5 %	30,0 %	32,4 %	11,4 %	10,4 %	13,7 %	15,7 %
ROE	19,1 %	17,8 %	17,9 %	12,0 %	13,6 %	16,0 %	17,1 %
Adj. ROE	19,1 %	17,8 %	17,9 %	12,0 %	13,6 %	16,0 %	17,1 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-5,8	-10,4	-11,2	18,3	9,1	6,1	2,1
Nettofinanzverschuldung	-6,8	-12,1	-12,7	16,1	6,9	4,0	0,0
Net Gearing	-33,5 %	-46,7 %	-42,9 %	49,4 %	23,0 %	14,0 %	4,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	159,4 %	54,2 %	26,7 %	n.a.
Buchwert je Aktie	3,2	3,7	4,2	5,6	5,7	6,3	7,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,0	2,4	2,6	-0,6	0,0	0,7	1,5

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung
in Mio. EURBuchwert je Aktie
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

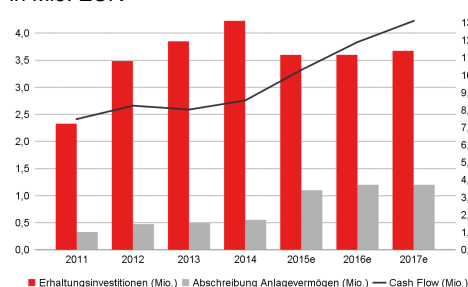
Quelle: Warburg Research

Cash flow

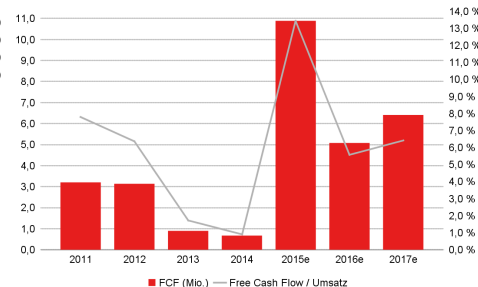
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,1	3,5	4,3	3,8	5,2	6,7	7,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,5	0,5	0,6	1,1	1,2	1,2
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,8	2,9	2,7	3,7	4,0	4,0	4,0
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,1	1,4	0,7	0,5	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	7,5	8,2	8,0	8,5	10,3	11,9	13,1
Veränderung Vorräte	-0,8	0,3	-1,3	-1,6	4,2	-0,9	-0,9
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,2	-1,8	-0,2	-0,7	0,9	-1,7	-1,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,2	1,1	-0,4	-0,9	0,2	0,6	0,5
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	-0,1	0,9	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-1,2	-0,5	-2,0	-2,2	5,4	-2,0	-1,8
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	6,3	7,8	6,0	6,3	15,7	9,9	11,3
Investitionen in iAV	-2,4	-3,9	-4,6	-4,3	-3,7	-3,7	-3,8
Investitionen in Sachanlagen	-0,7	-0,7	-0,5	-1,4	-1,1	-1,1	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-21,9	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2,5	-4,4	-4,9	-26,7	-4,8	-4,8	-4,9
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	-1,2	0,0	10,6	1,0	-3,0	-5,0
Dividende Vorjahr	-0,6	-1,4	-1,7	-1,3	-1,7	-2,1	-2,4
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	1,3	0,5	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	3,5	0,0	7,5	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,8	0,9	-0,5	17,0	-0,7	-5,1	-7,4
Veränderung liquide Mittel	3,0	4,2	0,6	-3,4	10,2	0,0	-1,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	7,3	11,5	12,1	8,8	18,9	18,9	17,9

Kennzahlen

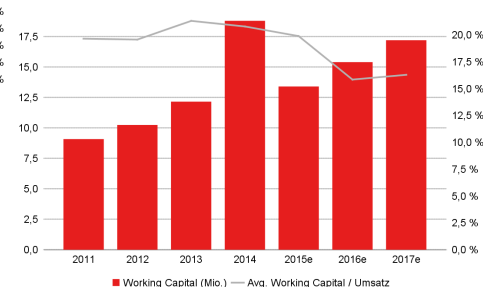
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	3,2	3,1	0,9	0,7	10,9	5,1	6,4
Free Cash Flow / Umsatz	7,8 %	6,4 %	1,7 %	0,9 %	13,4 %	5,6 %	6,4 %
Free Cash Flow Potential	3,9	3,3	3,7	4,1	7,0	8,4	9,4
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	104,4 %	89,3 %	20,8 %	17,7 %	209,6 %	76,0 %	81,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,5 %	2,4 %	1,2 %	1,5 %	0,0 %	0,5 %	0,5 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	14,8 %	21,9 %	56,9 %	3,5 %	1,2 %	0,8 %	0,5 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	7,5 %	9,4 %	9,8 %	7,6 %	5,9 %	5,3 %	4,9 %
Maint. Capex / Umsatz	5,7 %	7,1 %	7,3 %	5,7 %	4,4 %	4,0 %	3,7 %
CAPEX / Abschreibungen	99,2 %	139,1 %	162,5 %	133,8 %	94,1 %	92,3 %	94,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	19,6 %	19,6 %	21,3 %	20,8 %	19,9 %	15,8 %	16,3 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	290,4 %	333,8 %	396,0 %	339,9 %	302,3 %	300,0 %	298,2 %
Vorratumschlag	3,3 x	4,5 x	3,3 x	3,1 x	5,9 x	5,4 x	5,0 x
Receivables collection period (Tage)	74	73	70	70	60	60	60
Payables payment period (Tage)	86	72	61	56	60	63	64
Cash conversion cycle (Tage)	46	26	73	83	11	16	21

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 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & 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 Wettbewerbsslage, 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 (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & 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 (AG & 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 (AG & 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 (AG & 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.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Softing	4, 5	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.

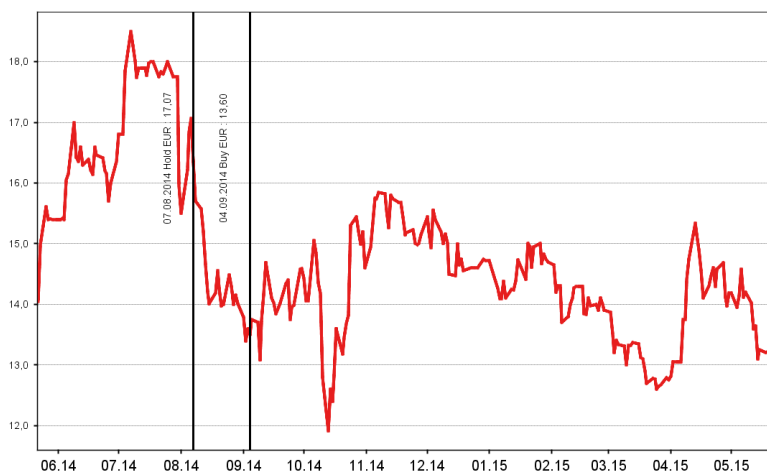
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	99	54
Halten	73	40
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	182	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	82	61
Halten	47	35
Verkaufen	4	3
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	135	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [21.05.2015]

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.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Others lboventer@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Frank Laser +49 40 309537-235
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplasier@warburg-research.com

Malte Räther +49 40 309537-185
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Christian Alisch +49 40 3282-2667
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

Ömer Güven +49 40 3282-2633
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Thekla Struve +49 40 3282-2668
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Matthias Thiel +49 40 3282-2401
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com