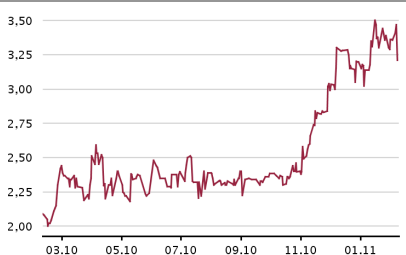


Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 4,20** (alt: 4,20)

Kurs EUR 3,21
Bloomberg SYT GR
Reuters SYTG
Branche Industriegüter

Softwarelösungen (z.B. Fehlerdiagnose) für industrielle Anlagen und die Automobilelektronik



Aktien Daten: 23.02.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 16,4 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 16,3 Mio.
Buchwert: EUR 14,3 Mio.
Aktienanzahl: 5,1 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 97,5 Tsd.

Aktionäre:

Freefloat 38,7 %
 Private Investoren 20,0 %
 S. Trier 20,0 %
 Institutionelle Investoren 14,2 %
 W. Trier (CEO) 7,1 %

Termine:

Geschäftsbericht 2010 31.03.11
 Zahlen Q1 13.05.11
 Zahlen Q2 12.08.11
 Zahlen Q3 15.11.11

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	29,9	0	34,0	0	38,1	0
EBIT	1,5	0	2,4	0	3,2	0
EPS	0,20	0	0,28	0	0,39	0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 24.02.2011
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 awolf@warburg-research.com

Großauftrag unterstreicht gute Positionierung auf dem Markt für Diagnosetechnik

Softing hat einen umfangreichen Großauftrag aus der Automobilindustrie erhalten. Für den namhaften deutschen Premium-Hersteller wird Softing eine neue Produktlinie im Bereich der Messtechnik aufbauen. Diese wird unter anderem bei der Fahrzeugprüfung zum Einsatz kommen.

Dieser Auftrag sollte ein mittelfristiges Umsatzvolumen von EUR 2,5 Mio. bis EUR 4 Mio. repräsentieren. Neben der positiven Auswirkung auf die operative Entwicklung von Softing führt dieser Auftrag auch dazu, dass...

- ...sich Softing mit diesem Referenzauftrag als Partner für weitere Automobilhersteller positioniert.
- ...das Know-how aus dieser neuen Produktlinie auch in andere Industrien wie z.B. die Luft- und Raumfahrtindustrie eingebracht werden dürfte. Mit neuen Kundengruppen sollte sich zugleich die Abhängigkeit von einzelnen Industrien reduzieren.

Der kurzfristige Newsflow sollte von den Zahlen für das vierte Quartal bestimmt werden. Die zum Jahresende häufig noch auszuschöpfenden Budgets der Automobilindustrie sollten zu einem gewohnt starken Jahresendspurt führen. Damit sollten in Q4 insgesamt ca. 50% des operativen Ergebnisses erzielt werden.

Softing - Q4 2010e

Angaben in Mio. EUR	Q4/10e	Q4/09	yoy	2010e	2009	yoy
Umsatz	8,2	6,5	25,8%	29,9	23,7	26,3%
EBITDA	1,5	0,1	1583,3%	4,6	0,6	662,3%
<i>Marge</i>	18,7%	1,4%		15,3%	2,5%	
EBIT	0,8	-0,9	-	1,5	-2,5	-
<i>Marge</i>	9,5%	-14,4%		5,1%	-10,4%	
EPS in EUR	0,09	-0,14	-	0,20	-0,35	-

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

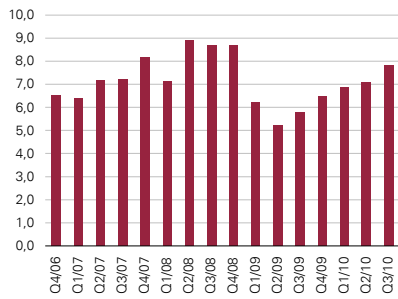
Erst im Dezember war die Guidance des Unternehmens angehoben worden. Das Management erwartet einen Umsatz von ca. EUR 30 Mio. und ein EBIT von bis zu EUR 1,5 Mio. – dies unterstreicht die Schätzungen. Angesichts des guten Jahres für die Automobilindustrie sollten die Budgets für deren Entwicklungsabteilungen für 2011 ansteigen, wovon auch Softing profitieren dürfte. Auch der eher spätzyklische Maschinenbau dürfte in 2011 an Dynamik gewinnen. Mit dieser Industrie erzielte Softing in 2010e ca. zwei Drittel der Umsätze.

Das Rating Kaufen mit einem Kursziel von EUR 4,20 wird bestätigt.

Geschäftsjahresende:

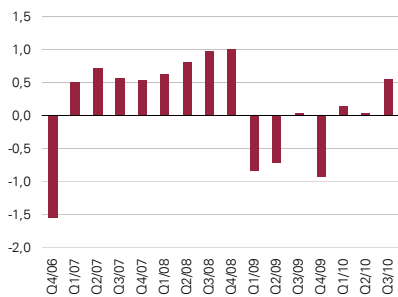
31.12.	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<i>in EUR Mio</i>							
Umsatz	23,6	29,0	33,4	23,7	29,9	34,0	38,1
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	6,9%	22,8%	15,1%	-29,1%	26,3%	13,7%	12,0%
Rohertrag	20,2	23,8	26,6	19,5	23,8	26,0	29,1
<i>Rohertragsmarge</i>	85,7%	82,2%	79,9%	82,5%	79,6%	76,6%	76,4%
EBITDA	2,9	5,1	5,8	0,6	4,6	5,6	6,5
<i>EBITDA-Marge</i>	12,5%	17,8%	17,5%	2,5%	15,3%	16,6%	17,0%
EBIT	-2,0	2,3	3,4	-2,5	1,5	2,4	3,2
<i>EBIT-Marge</i>	-8,4%	8,0%	10,3%	-10,4%	5,1%	7,1%	8,4%
Jahresüberschuss	-1,4	1,2	2,5	-1,8	1,0	1,5	2,0
EPS	-0,25	0,22	0,46	-0,35	0,20	0,28	0,39
Free Cash Flow je Aktie	-0,13	0,45	0,44	-0,17	-0,17	0,24	0,36
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,7	0,6	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,6	3,2	2,8	27,6	3,8	2,9	2,2
EV/EBIT	n.m.	7,2	4,8	n.m.	11,6	6,7	4,5
KGV	n.m.	14,6	7,0	n.m.	16,1	11,5	8,2
ROCE	-11,4%	13,3%	17,7%	-13,0%	8,3%	12,5%	14,9%
Adj. Free Cash Flow Yield	0,1%	15,2%	19,3%	n.a.	5,9%	16,5%	23,7%

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



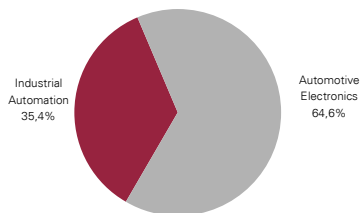
Quelle: Softing

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



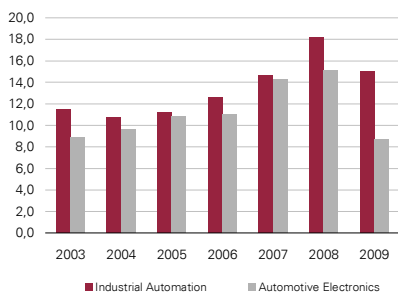
Quelle: Softing

EBIT nach Geschäftsbereichen
2009



Quelle: Softing

Umsatzentwicklung der Segmente
2003-2009; in EUR Mio.



Quelle: Softing

Unternehmenshintergrund

Softing hat das erforderliche Know-how über den Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Damit adressiert das Unternehmen die Märkte...

...Industrial Automation: In diesem Segment bietet Softing Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen an. Zu diesen zählen Montagelinien, chemische Anlagen, die Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.

...Automotive Electronics: Softings Lösungen kommen nicht im Fahrzeug selbst zum Einsatz, sondern ermöglichen es Ingenieuren und Werkstätten, die Elektronik von PKW und LKW in der Entwicklungsphase, der Produktion oder bei der Reparatur zu testen und Fehler durch Auswertung von Daten zu erkennen.

Wettbewerbsqualität

Softings Qualität im Wettbewerb basiert auf...

...dem in mehr als 25 Jahren gewachsenen Know-how.

...der Finanzkraft, die das Unternehmen von den meist kleineren Wettbewerbern (Ingenieurbüros etc.) differenziert.

...dem Fokus auf etablierte Standards: Wie der Austausch von Informationen in der Fahrzeugelektronik oder zwischen Anlagen und Maschinen erfolgt, wird durch unterschiedliche Standards definiert. Softing ist fokussiert auf etablierte Standards und erreicht dadurch eine Abdeckung von ca. 70% des Marktes.

Lösungen von Softing erfahren Wertschätzung, denn diese...

...tragen dazu bei, Produktionsprozesse effizient zu steuern, minimieren Ausfallzeiten von Produktionsanlagen, reduzieren Zeiten der Fehlerdiagnose an Fahrzeugen, ...erfüllen kritische Anforderungen, die an Öl- und Gasanlagen gestellt werden (z.B. Explosionssicherheit).

...unterstützen die Kunden bei der Entwicklung neuer Produkte, verkürzen so Entwicklungszyklen und tragen damit zur Kostensenkung bei.

Deshalb ist Softing...

...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 mehr als der Hälfte aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.

Softings Wettbewerbsposition wird gesichert durch...

...die Mitarbeit in internationalen Gremien, die Standards für den Austausch von Informationen festlegen. Dadurch wird eine kurze Time to Market erreicht.

...die Kundenbindung, die durch den Einbau der Softing-Lösungen in die Produkte der Kunden erreicht wird („Design In“).

Zudem ist die hohe Komplexität der Geschäftstätigkeit von Softing DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	23,6	29,0	33,4	23,7	29,9	34,0	38,1
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,2	1,8	1,9	2,2	2,5	1,9	2,0
Gesamtleistung	25,8	30,8	35,2	25,8	32,4	35,9	40,1
Materialaufwand	5,6	7,0	8,6	6,3	8,6	9,9	11,0
Rohertrag	20,2	23,8	26,6	19,5	23,8	26,0	29,1
Personalaufwendungen	13,7	15,0	16,3	14,9	15,5	16,2	17,8
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,3	0,5	0,8	0,6	0,6	0,6
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,9	4,0	5,0	4,8	4,3	4,8	5,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	2,9	5,1	5,8	0,6	4,6	5,6	6,5
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6
EBITA	2,7	4,8	5,5	0,3	4,1	5,1	5,9
Abschreibungen auf iAV	4,6	2,5	2,0	2,4	2,6	2,7	2,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
EBIT	-2,0	2,3	3,4	-2,5	1,5	2,4	3,2
Zinserträge	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-2,1	2,3	3,5	-2,5	1,5	2,4	3,2
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	-2,1	2,3	3,5	-2,5	1,5	2,4	3,2
Steuern gesamt	-0,8	1,1	1,0	-0,7	0,2	0,7	1,0
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-1,4	1,2	2,4	-1,8	1,3	1,7	2,2
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-1,4	1,2	2,4	-1,8	1,3	1,7	2,2
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3
Jahresüberschuss	-1,4	1,2	2,5	-1,8	1,0	1,5	2,0

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	9,2 %	6,3 %	5,6 %	9,1 %	8,4 %	5,6 %	5,3 %
Gesamtleistung	109,2 %	106,3 %	105,6 %	109,1 %	108,4 %	105,6 %	105,3 %
Materialaufwand	23,6 %	24,2 %	25,7 %	26,7 %	28,8 %	29,0 %	28,9 %
Rohertrag	85,7 %	82,2 %	79,9 %	82,5 %	79,6 %	76,6 %	76,4 %
Personalaufwendungen	58,2 %	51,7 %	48,9 %	63,1 %	51,8 %	47,7 %	46,7 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,6 %	1,1 %	1,4 %	3,5 %	2,0 %	1,8 %	1,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,6 %	13,8 %	14,9 %	20,4 %	14,4 %	14,1 %	14,2 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	12,5 %	17,8 %	17,5 %	2,5 %	15,4 %	16,6 %	17,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,2 %	1,1 %	1,1 %	1,5 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %
EBITA	11,3 %	16,7 %	16,4 %	1,1 %	13,8 %	15,1 %	15,5 %
Abschreibungen auf iAV	19,7 %	8,7 %	6,1 %	10,3 %	8,7 %	7,9 %	7,1 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	5,1 %	7,2 %	8,4 %
Zinserträge	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	1,0 %	0,5 %	0,4 %	0,7 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Finanzergebnis	-0,6 %	-0,1 %	0,1 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-9,0 %	7,9 %	10,4 %	-10,7 %	5,1 %	7,2 %	8,4 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	-9,0 %	7,9 %	10,4 %	-10,7 %	5,1 %	7,2 %	8,4 %
Steuern gesamt	-3,3 %	3,7 %	3,1 %	-2,9 %	0,8 %	2,1 %	2,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-5,8 %	4,3 %	7,3 %	-7,8 %	4,3 %	5,0 %	5,9 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-5,8 %	4,3 %	7,3 %	-7,8 %	4,3 %	5,0 %	5,9 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	-0,1 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %
Jahresüberschuss	-5,8 %	4,3 %	7,4 %	-7,7 %	3,5 %	4,3 %	5,2 %

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Softing

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	6,0	5,7	6,8	7,2	7,6	7,3	7,1
davon übrige imm. VG	3,7	3,4	4,1	4,7	5,1	4,8	4,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,4	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4
Sachanlagen	0,5	0,6	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
Finanzanlagen	0,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Anlagevermögen	6,6	7,3	8,7	9,0	9,4	9,1	8,8
Vorräte	1,6	1,9	2,5	2,2	2,1	2,3	2,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,7	5,5	5,5	4,1	5,1	5,8	6,5
Sonstige Vermögensgegenstände	3,4	2,0	1,2	2,0	2,0	2,0	2,0
Liquide Mittel	2,7	4,9	5,6	4,2	3,3	4,5	6,3
Umlaufvermögen	12,4	14,4	14,8	12,5	12,5	14,6	17,3
Bilanzsumme (Aktiva)	19,0	21,7	23,4	21,5	21,9	23,7	26,2
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	5,4	6,9	9,5	7,5	8,6	10,0	12,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,3	-0,3	-1,1	-1,3	-1,6	-1,4	-1,0
Buchwert	12,4	13,9	15,7	13,5	14,3	15,9	18,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	12,4	13,9	15,9	13,6	14,4	16,0	18,4
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,1	0,8	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0
Rückstellungen gesamt	1,3	1,0	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,6	4,0	3,5	3,3	3,3	3,3	3,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,9	1,2	1,0	1,6	1,2	1,3	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	1,8	1,5	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Verbindlichkeiten	6,5	7,8	7,5	7,9	7,5	7,6	7,8
Bilanzsumme (Passiva)	19,0	21,7	23,4	21,5	21,9	23,7	26,2

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Softing

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	31,7 %	26,3 %	29,2 %	33,4 %	34,6 %	30,7 %	27,0 %
davon übrige imm. VG	19,3 %	15,5 %	17,5 %	22,1 %	23,5 %	20,4 %	17,7 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	12,4 %	10,8 %	11,7 %	11,3 %	11,1 %	10,3 %	9,3 %
Sachanlagen	2,8 %	2,7 %	3,5 %	3,1 %	3,2 %	2,9 %	2,3 %
Finanzanlagen	0,0 %	4,5 %	4,4 %	5,3 %	5,2 %	4,8 %	4,4 %
Anlagevermögen	34,5 %	33,5 %	37,1 %	41,9 %	43,0 %	38,5 %	33,8 %
Vorräte	8,4 %	8,7 %	10,7 %	10,4 %	9,6 %	9,7 %	9,5 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	24,5 %	25,6 %	23,3 %	19,0 %	23,3 %	24,5 %	24,8 %
Sonstige Vermögensgegenstände	17,9 %	9,4 %	5,3 %	9,5 %	9,3 %	8,6 %	7,8 %
Liquide Mittel	14,4 %	22,7 %	23,8 %	19,4 %	15,0 %	19,0 %	24,1 %
Umlaufvermögen	65,3 %	66,3 %	63,1 %	58,3 %	57,2 %	61,8 %	66,2 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	29,5 %	26,0 %	24,1 %	26,2 %	25,7 %	23,8 %	21,5 %
Kapitalrücklage	8,9 %	7,8 %	7,2 %	7,8 %	7,7 %	7,1 %	6,4 %
Gewinnrücklagen	28,6 %	31,6 %	40,6 %	35,1 %	39,2 %	42,3 %	45,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,4 %	-1,5 %	-4,6 %	-6,2 %	-7,5 %	-6,1 %	-4,0 %
Buchwert	65,5 %	63,9 %	67,2 %	62,9 %	65,1 %	67,1 %	69,9 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,8 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %
Eigenkapital	65,5 %	63,9 %	68,0 %	63,3 %	65,5 %	67,5 %	70,2 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	6,0 %	3,8 %	2,6 %	4,6 %	4,5 %	4,2 %	3,8 %
Rückstellungen gesamt	6,7 %	4,7 %	4,3 %	5,9 %	5,8 %	5,4 %	4,8 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	13,5 %	18,4 %	14,8 %	15,4 %	15,1 %	14,0 %	12,7 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	4,6 %	5,8 %	4,2 %	7,3 %	5,5 %	5,5 %	5,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	9,4 %	7,1 %	8,8 %	8,2 %	8,1 %	7,5 %	6,8 %
Verbindlichkeiten	34,2 %	36,0 %	32,2 %	36,8 %	34,5 %	32,3 %	30,0 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Softing

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-1,4	1,2	2,4	-1,8	1,3	1,7	2,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,6	2,5	2,0	2,4	2,6	2,7	2,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,6	1,1	1,1	-0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	3,0	5,2	6,0	0,5	4,4	4,9	5,5
Veränderung Vorräte	0,1	-0,3	-0,4	0,3	0,1	-0,2	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,3	-1,7	0,6	1,8	-1,0	-0,7	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,1	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,4	1,9	-0,6	-0,9	-0,5	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,6	-0,1	-0,5	1,2	-1,8	-0,8	-0,7
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,3	5,1	5,5	1,7	2,6	4,1	4,8
CAPEX	-3,1	-2,6	-3,2	-2,6	-3,5	-2,9	-3,0
Zugänge aus Akquisitionen	-1,0	-0,4	-1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-4,0	-3,0	-4,1	-2,9	-3,5	-2,9	-3,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	-0,3	0,0	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-0,3	0,0	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-2,0	2,2	0,6	-1,4	-0,9	1,2	1,8
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,7	4,9	5,6	4,1	3,3	4,5	6,3

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Softing

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	96,8 %	88,5 %	88,1 %	106,6 %	93,0 %	89,0 %	88,2 %
Umsatz je Mitarbeiter	119.172	138.603	141.938	104.251	132.889	149.123	167.018
EBITDA je Mitarbeiter	14.854	24.632	24.841	2.652	20.395	24.737	28.399
EBIT-Marge	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	5,1 %	7,1 %	8,4 %
EBITDA / Operating Assets	49,7 %	76,0 %	75,1 %	11,1 %	68,6 %	75,4 %	79,8 %
ROA	-20,8 %	17,0 %	28,5 %	-20,2 %	11,0 %	15,9 %	22,5 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	43,9	49,7	41,3	35,3	43,2	49,8	62,3
Operating Assets Turnover	4,0	4,3	4,3	4,4	4,5	4,5	4,7
Capital Employed Turnover	1,5	1,6	1,7	1,3	1,6	1,7	1,7
Kapitalverzinsung							
ROCE	-11,4 %	13,3 %	17,7 %	-13,0 %	8,3 %	12,5 %	14,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	16,8 %	29,6 %	30,2 %	3,2 %	25,1 %	28,9 %	30,1 %
ROE	-11,0 %	8,9 %	15,5 %	-13,3 %	7,2 %	9,1 %	10,8 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	-10,4 %	9,4 %	16,6 %	-12,3 %	7,4 %	9,6 %	11,6 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	-10,4 %	9,4 %	16,4 %	-12,5 %	9,2 %	11,2 %	13,0 %
ROIC	-7,7 %	6,2 %	11,3 %	-9,4 %	6,3 %	7,7 %	9,2 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-0,2	-0,9	-2,1	-0,9	0,0	-1,2	-3,0
Net Gearing	-1,4 %	-6,7 %	-13,2 %	-6,3 %	0,2 %	-7,4 %	-16,3 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	484,9 %	347,1 %	459,8 %	411,0 %	433,2 %	483,0 %	555,2 %
Current ratio	2,4	2,1	2,3	1,9	2,0	2,3	2,6
Acid Test Ratio	1,7	1,6	1,6	1,3	1,4	1,6	1,9
EBITDA / Zinsaufwand	13,0	36,8	41,4	3,6	45,9	56,4	64,7
Netto Zinsdeckung	n.a.	16,6	180,4	n.a.	22,5	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-0,7	2,5	2,4	-0,9	-0,9	1,2	1,8
Free Cash Flow / Umsatz	-3,1 %	8,5 %	7,1 %	-3,7 %	-3,0 %	3,6 %	4,8 %
Adj. Free Cash Flow	0,0	2,5	3,2	-2,3	1,0	2,7	3,4
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	8,1 %	14,2 %	13,9 %	-1,4 %	11,6 %	11,8 %	12,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	53,7 %	199,9 %	95,4 %	48,3 %	-86,0 %	83,5 %	91,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,3 %	3,2 %	3,6 %	2,0 %	2,7 %	2,6 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	7,1 %	4,3 %	3,8 %	4,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	13,0 %	9,0 %	9,5 %	11,1 %	11,7 %	8,5 %	7,9 %
Maint. Capex / Umsatz	3,2 %	2,8 %	2,4 %	3,4 %	2,7 %	2,4 %	2,1 %
CAPEX / Abschreibungen	62,2 %	92,4 %	131,3 %	85,5 %	113,7 %	90,3 %	91,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	21,6 %	20,0 %	19,7 %	24,7 %	18,0 %	18,8 %	18,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	529,5 %	444,1 %	550,6 %	261,3 %	425,0 %	446,2 %	433,3 %
Inventory processing period (Tage)	24,7	23,8	27,4	34,3	25,2	24,3	24,3
Receivables collection period (Tage)	72,1	69,9	59,7	63,1	62,0	62,0	62,0
Payables payment period (Tage)	13,6	15,7	10,8	24,1	15,0	14,0	14,0
Cash conversion cycle (Tage)	83,2	78,0	76,2	73,2	72,2	72,3	72,3
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	1,3	1,2	1,0	1,2	1,1	1,0	0,9
EV/sales	0,7	0,6	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,6	3,2	2,8	27,6	3,8	2,9	2,2
EV/EBIT	n.m.	7,2	4,8	n.m.	11,6	6,7	4,5
EV/FCF	n.m.	6,7	7,0	n.m.	n.m.	13,5	8,0
P/E	n.m.	14,6	7,0	n.m.	16,1	11,5	8,2
P/CF	5,6	3,2	2,7	31,5	3,8	3,3	3,0
Adj. Free Cash Flow Yield	17,8 %	31,2 %	36,0 %	3,1 %	24,9 %	30,1 %	38,1 %

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Softing

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	
Jahresüberschuss	-1,4	1,2	2,5	-1,8	1,0	1,5	2,0	
+ Abschreibung + Amortisation	4,9	2,8	2,4	3,1	3,1	3,2	3,3	
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	
+ Steuern	-0,8	1,1	1,0	-0,7	0,2	0,7	1,0	
- Erhaltungsinvestitionen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
+ Sonstiges	-2,2	-1,8	-1,9	-2,2	-2,5	-1,9	-2,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	0,0	2,5	3,2	-2,3	1,0	2,7	3,4	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	0,1%	15,2%	19,3%	-14,0%	5,9%	16,5%	23,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	16,6	16,6	16,6	16,6	17,5	16,3	14,5	
= Fairer Enterprise Value	0,1	25,2	32,1	-	10,4	26,9	34,2	
- Nettoverschuldung (Cash)	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	0,0	-1,2	-3,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
- Sonstige	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
= Faire Marktkapitalisierung	-	25,0	31,9	-	9,3	27,0	36,2	
Aktienanzahl (Mio.)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	-	4,89	6,25	-	1,82	5,29	7,08	
Premium (-) / Discount (+) in %	-	52,4%	94,6%	-	-43,4%	64,7%	120,6%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	-	3,75	4,80	-	1,35	4,07	5,54
	12,0%	-	4,07	5,20	-	1,48	4,41	5,97
Fairer	11,0%	-	4,45	5,68	-	1,63	4,81	6,47
Free Cash Flow	10,0%	-	4,89	6,25	-	1,82	5,29	7,08
Yield	9,0%	-	5,44	6,95	-	2,04	5,87	7,83
	8,0%	-	6,13	7,82	-	2,33	6,61	8,76
	7,0%	-	7,01	8,95	-	2,69	7,55	9,96

Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Softing

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	29,9	34,0	38,1	39,8	41,4	43,0	44,4	45,8	47,1	48,3	49,4	50,5	51,5	52,5
Veränderung	26,3%	13,7%	12,0%	4,5%	4,1%	3,7%	3,4%	3,1%	2,8%	2,6%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%
EBIT	1,5	2,4	3,2	3,6	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5
EBIT-Marge	5,1%	7,1%	8,4%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Steuerquote	15,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	1,3	1,7	2,2	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	3,0	3,1	3,1
Abschreibungen	3,1	3,2	3,3	3,6	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7
in % vom Umsatz	10,3%	9,4%	8,6%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-1,3	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-3,5	-2,9	-3,0	-3,6	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7
Investitionsquote	11,7%	8,5%	7,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Übriges	0,4	0,4	-0,3	-0,5	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,0	1,6	1,6	1,6	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5	2,6

Modellparameter

Fremdkapitalquote	15,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	5,0%	WACC	10,62%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	13,7		
Terminal Value	8,1		
Verbindlichkeiten	-4,3		
Liquide Mittel	4,2	Aktienzahl (Mio.)	5,10
Eigenkapitalwert	21,6	Wert je Aktie (EUR)	4,24

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

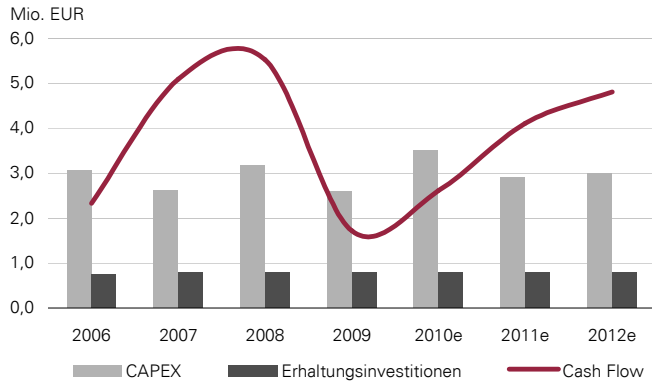
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
11,62%	3,68	3,71	3,74	3,77	3,81	3,84	3,88
11,12%	3,89	3,92	3,96	3,99	4,03	4,07	4,12
10,87%	4,00	4,03	4,07	4,11	4,16	4,20	4,25
10,62%	4,11	4,15	4,19	4,24	4,29	4,34	4,39
10,37%	4,23	4,28	4,32	4,37	4,43	4,48	4,54
10,12%	4,36	4,41	4,46	4,52	4,57	4,63	4,70
9,62%	4,65	4,71	4,77	4,83	4,90	4,97	5,05

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,62%	2,85	3,16	3,47	3,77	4,08	4,39	4,69
11,12%	3,02	3,35	3,67	3,99	4,32	4,64	4,96
10,87%	3,12	3,45	3,78	4,11	4,44	4,78	5,11
10,62%	3,22	3,56	3,90	4,24	4,58	4,92	5,26
10,37%	3,32	3,67	4,02	4,37	4,72	5,07	5,42
10,12%	3,43	3,80	4,16	4,52	4,88	5,24	5,60
9,62%	3,68	4,06	4,45	4,83	5,21	5,60	5,98

Quelle: Warburg Research

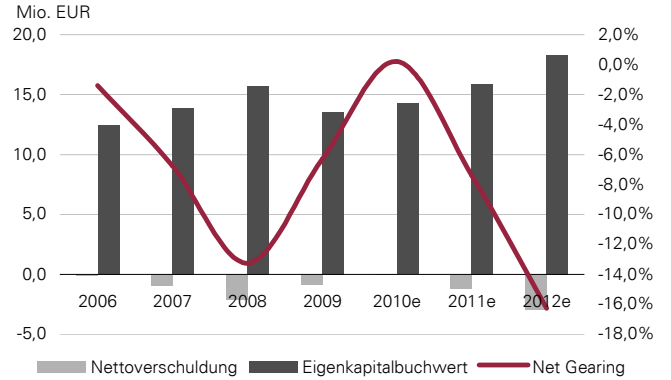
Investitionen und Cash Flow - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- CAPEX resultieren hauptsächlich aus aktivierten Entwicklungsaufwendungen.

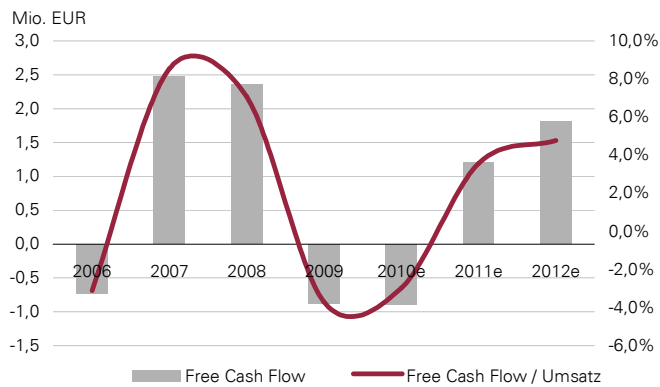
Bilanzqualität - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Solide Bilanz trotz eines hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte.

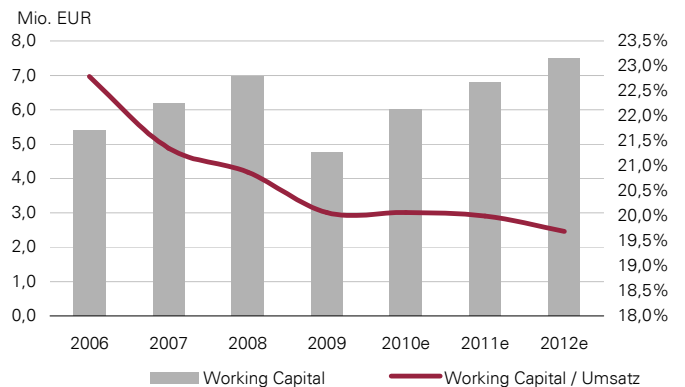
Free Cash Flow Generation - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2006: Verzögerungen in der Entwicklung im Segment AE belasten den CF

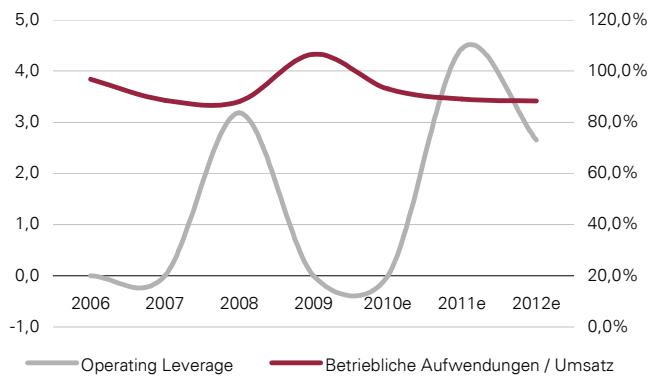
Working Capital - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Working Capital-Quote langfristig bei ca. 20% erwartet

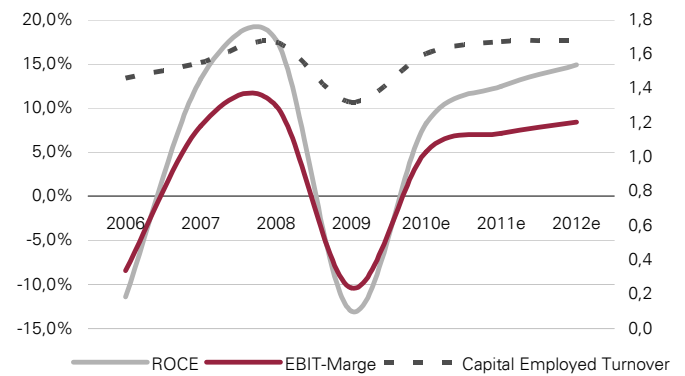
Operating Leverage - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2009e: Anstieg der Quote betrieblicher Aufwendungen in Folge der...
- ...sinkenden Umsatzbasis.

ROCE Entwicklung - Softing



Quellen: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- In einem stabilen wirtschaftlichen Umfeld sollte Softing...
- ...EBIT-Margen von 10% erreichen.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; 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, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, 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 oder der Warburg Research GmbH 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

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, 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, offen zulegen.

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

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.

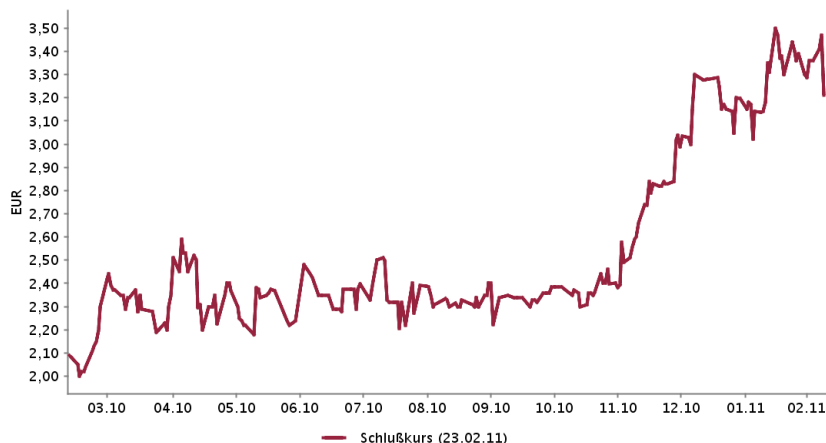
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	102	56%
Halten	58	32%
Verkaufen	9	5%
Empf. ausgesetzt	12	7%
Gesamt	181	

M.M.Warburg & CO KGaA und 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	70	67%
Halten	29	28%
Verkaufen	4	4%
Empf. ausgesetzt	2	2%
Gesamt	105	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Softing AG am 24.02.11**



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.

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Finn Henning Breiter	+49 40 309537-230 fbreiter@warburg-research.com	Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 f Schmidt-petersen@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798

Barbara C. Launer-Effler Head of Equities	+49 40 3282-2636 blauner-effler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Gudrun Bölsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Philippe Lorrain Equity Sales	+49 40 3282-2664 plorrain@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com