

Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 5,50** (alt: 4,80)

Kurs EUR 4,58
Bloomberg SYT GR
Reuters SYTG
Branche Industriegüter

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



Aktien Daten: 16.05.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 24,4 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 23,0 Mio.
Buchwert: EUR 17,2 Mio.
Aktienanzahl: 5,3 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 188 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 41,4 %
 S. Trier 24,4 %
 Private Investoren 20,0 %
 Institutionelle Investoren 14,2 %

Termine:
 Zahlen Q2 12.08.11
 Zahlen Q3 15.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	35,0	0	40,0	0	43,5	0
EBIT	2,7	19,5	3,5	6,9	4,3	0
EPS	0,32	21,9	0,43	7,0	0,55	0

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 17.05.2011
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 awolf@warburg-research.com

Hoher Softwareanteil treibt die Marge

Softings Zahlen für das erste Quartal haben die Erwartungen übertroffen.

Softing - Q1 2011

Angaben in Mio. EUR	Q1/11	Q1/11e	Q1/10	yoy	2011e	2010	yoy
Umsatz	8,7	8,2	6,9	26,8%	35,0	31,7	10,5%
EBITDA	1,8	1,5	0,9	92,5%	6,4	4,8	32,9%
<i>Marge</i>	20,3%	18,3%	13,4%		18,4%	15,3%	
EBIT	0,9	0,8	0,1	526,6%	3,2	1,5	109,7%
<i>Marge</i>	10,8%	9,8%	2,2%		9,2%	4,8%	
EPS in EUR	0,12	0,09	0,03	300,0%	0,39	0,19	105,3%

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

Die starken Zahlen reflektieren sowohl ein starkes Bestandsgeschäft, aber auch Neugeschäft, das bereits deutlich zu den Umsatzsteigerungen beigetragen hat.

Beide Segmente haben hohe Umsatzsteigerungen verzeichnet: Das Segment Automotive Electronics wuchs um 37% yoy auf **EUR 3,2 Mio.** und reflektiert die zuletzt sehr guten Auftragseingänge in diesem Geschäftsbereich, die durch die gute Situation in der Automobilindustrie unterstützt wurden.

Im **Segment Industrie** spiegelt sich die gute Konjunktur im Maschinenbau und der Prozessindustrie wider – der Umsatz stieg um 21% auf EUR 5,5 Mio.

Der starke Margensprung reflektiert insbesondere einen margenstarken Umsatzmix, der durch einen höheren Softwareanteil bedingt ist. Dieser wurde insbesondere im Segment Automotive verzeichnet (EBIT: EUR 0,4 Mio. gegenüber EUR -0,1 Mio. im Vorjahr). In beiden Segmenten wurde – wie auch in dem starken Q4/2010 – eine zweistellige EBIT-Marge erreicht.

Anhebung der Schätzungen: Der gute Start im ersten Quartal reflektiert, dass Softing bereits ca. ein Drittel der früheren EBIT-Schätzung (EUR 2,7 Mio.) für das Gesamtjahr erreicht hat. Die Schätzung für das operative Ergebnis wurde daher deutlich erhöht, die Umsatzschätzung unverändert beibehalten.

Steuerfreie Dividende: Der Hauptversammlung am 20. Mai wird eine Dividende von EUR 0,11 je Aktie vorgeschlagen werden. Diese wird steuerfrei ausgezahlt und dürfte der Aktie kurzfristig Impulse verleihen. Auch künftig dürfte Softing Dividenden zahlen, das Unternehmen verfolgt eine nachhaltige Dividendenstrategie.

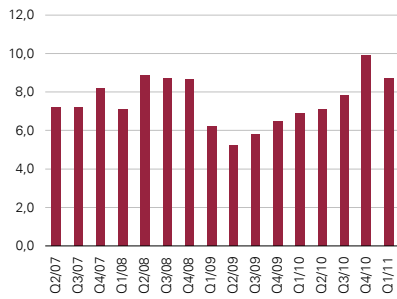
Neben der Dividende dürfte eine im Jahresverlauf noch zu erwartende Anhebung der Guidance folgen. Angesichts des guten Q1 dürfte Softing die Guidance (Umsatz von rund EUR 35 Mio. und EBIT von größer EUR 1,8 Mio.) entweder anheben oder auf der Ergebnisseite sehr deutlich übertreffen.

Das **Kursziel von EUR 4,80** wurde jüngst erreicht – auf Basis der neuen Schätzungen ergibt sich jedoch zusätzliches Kurspotenzial bis **EUR 5,50** (ca. 20% auf Basis des heutigen Kurses). Das Rating Kaufen wird daher bestätigt.

Geschäftsjahresende:

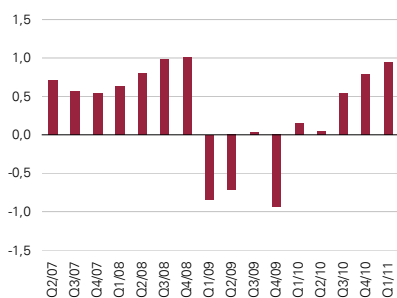
31.12. in EUR Mio	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	29,0	33,4	23,7	31,7	35,0	40,0	43,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	22,8 %	15,1 %	-29,1 %	33,8 %	10,5 %	14,3 %	8,7 %
Rohertrag	23,8	26,6	19,5	25,3	27,2	30,6	33,3
<i>Rohertragsmarge</i>	82,2 %	79,9 %	82,5 %	80,0 %	77,8 %	76,5 %	76,5 %
EBITDA	5,1	5,8	0,6	4,8	6,4	7,2	8,2
<i>EBITDA-Marge</i>	17,8 %	17,5 %	2,5 %	15,3 %	18,4 %	18,0 %	18,8 %
EBIT	2,3	3,4	-2,5	1,5	3,2	3,7	4,3
<i>EBIT-Marge</i>	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	4,8 %	9,2 %	9,3 %	10,0 %
Jahresüberschuss	1,2	2,5	-1,7	1,0	2,0	2,4	2,8
EPS	0,22	0,46	-0,33	0,19	0,39	0,46	0,55
Free Cash Flow je Aktie	0,45	0,44	-0,17	0,04	0,55	0,56	0,60
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,11	0,15	0,15	0,20
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	2,4 %	3,3 %	3,3 %	4,4 %
EV/Umsatz	0,9	0,8	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,0	4,4	42,8	5,3	3,6	2,8	2,1
EV/EBIT	11,2	7,5	n.m.	16,8	7,1	5,4	3,9
KGV	20,8	9,9	n.m.	24,1	11,7	9,9	8,3
ROCE	13,3 %	17,7 %	-13,0 %	7,6 %	13,6 %	14,2 %	15,1 %
Adj. Free Cash Flow Yield	9,8 %	12,5 %	n.a.	5,2 %	15,2 %	20,6 %	27,3 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



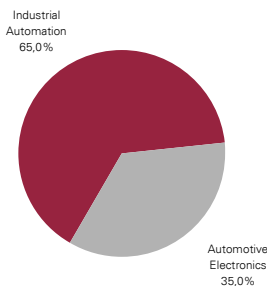
Quelle: Softing

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



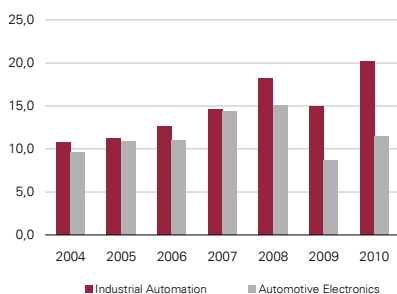
Quelle: Softing

EBIT nach Geschäftsbereichen
2010



Quelle: Softing

Umsatzentwicklung der Segmente
2004-2010; 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.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	29,0	33,4	23,7	31,7	35,0	40,0	43,5
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	1,8	1,9	2,2	2,7	1,9	2,0	2,5
Gesamtleistung	30,8	35,2	25,8	34,4	36,9	42,0	46,0
Materialaufwand	7,0	8,6	6,3	9,1	9,7	11,4	12,7
Rohertrag	23,8	26,6	19,5	25,3	27,2	30,6	33,3
Personalaufwendungen	15,0	16,3	14,9	16,1	16,5	18,5	19,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,5	0,8	0,8	0,6	0,6	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,0	5,0	4,8	5,2	4,9	5,5	6,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	5,1	5,8	0,6	4,8	6,4	7,2	8,2
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,4	0,3	0,3	0,5	0,6	0,7
EBITA	4,8	5,5	0,3	4,6	5,9	6,6	7,5
Abschreibungen auf iAV	2,5	2,0	2,4	3,0	2,7	2,9	3,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,3	3,4	-2,5	1,5	3,2	3,7	4,3
Zinserträge	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,3	3,5	-2,5	1,4	3,2	3,7	4,3
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,3	3,5	-2,5	1,4	3,2	3,7	4,3
Steuern gesamt	1,1	1,0	-0,7	0,4	1,0	1,1	1,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,2	2,4	-1,8	1,0	2,3	2,6	3,0
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,2	2,4	-1,8	1,0	2,3	2,6	3,0
Minority interest	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,3	0,3	0,3
Jahresüberschuss	1,2	2,5	-1,7	1,0	2,0	2,4	2,8

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

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
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	6,3 %	5,6 %	9,1 %	8,6 %	5,4 %	5,0 %	5,8 %
Gesamtleistung	106,3 %	105,6 %	109,1 %	108,6 %	105,4 %	105,0 %	105,8 %
Materialaufwand	24,2 %	25,7 %	26,7 %	28,6 %	27,6 %	28,5 %	29,2 %
Rohertrag	82,2 %	79,9 %	82,5 %	80,0 %	77,8 %	76,5 %	76,6 %
Personalaufwendungen	51,7 %	48,9 %	63,1 %	50,8 %	47,1 %	46,3 %	44,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,1 %	1,4 %	3,5 %	2,6 %	1,7 %	1,5 %	1,8 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,8 %	14,9 %	20,4 %	16,5 %	14,0 %	13,8 %	14,7 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	17,8 %	17,5 %	2,5 %	15,3 %	18,4 %	18,0 %	18,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1 %	1,1 %	1,5 %	0,9 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
EBITA	16,7 %	16,4 %	1,1 %	14,4 %	16,9 %	16,5 %	17,4 %
Abschreibungen auf iAV	8,7 %	6,1 %	10,3 %	9,5 %	7,7 %	7,3 %	7,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	4,8 %	9,2 %	9,3 %	10,0 %
Zinserträge	0,4 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %
Zinsaufwendungen	0,5 %	0,4 %	0,7 %	0,9 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %
Finanzergebnis	-0,1 %	0,1 %	-0,3 %	-0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,9 %	10,4 %	-10,7 %	4,3 %	9,2 %	9,3 %	10,0 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	7,9 %	10,4 %	-10,7 %	4,3 %	9,2 %	9,3 %	10,0 %
Steuern gesamt	3,7 %	3,1 %	-2,9 %	1,2 %	2,8 %	2,7 %	3,0 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,3 %	7,3 %	-7,8 %	3,1 %	6,4 %	6,5 %	7,0 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,3 %	7,3 %	-7,8 %	3,1 %	6,4 %	6,5 %	7,0 %
Minority interest	0,0 %	-0,1 %	-0,7 %	0,0 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
Jahresüberschuss	4,3 %	7,4 %	-7,1 %	3,1 %	5,7 %	5,9 %	6,4 %

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

Bilanz Softing

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	5,7	6,8	7,2	7,1	6,8	6,4	6,2
davon übrige imm. VG	3,4	4,1	4,7	4,6	4,3	3,9	3,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,7	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4
Sachanlagen	0,6	0,8	0,7	0,6	0,3	0,0	-0,4
Finanzanlagen	1,0	1,0	1,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Anlagevermögen	7,3	8,7	9,0	9,6	9,0	8,2	7,6
Vorräte	1,9	2,5	2,2	2,0	2,3	2,7	2,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,5	5,5	4,1	6,8	6,7	7,1	7,7
Sonstige Vermögensgegenstände	2,0	1,2	2,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Liquide Mittel	4,9	5,6	4,2	6,1	9,0	11,8	14,9
Umlaufvermögen	14,4	14,8	12,5	16,7	19,7	23,4	27,2
Bilanzsumme (Aktiva)	21,7	23,4	21,5	26,3	28,7	31,6	34,8
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	6,9	9,5	7,5	8,3	10,3	12,7	15,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,3	-1,1	-1,3	-0,8	-0,5	-0,3	-0,1
Buchwert	13,9	15,7	13,5	14,9	17,2	19,7	22,7
Anteile Dritter	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	13,9	15,9	13,6	15,0	17,3	19,8	22,8
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,8	0,6	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Rückstellungen gesamt	1,0	1,0	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,0	3,5	3,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,2	1,0	1,6	1,7	1,9	2,2	2,4
Sonstige Verbindlichkeiten	1,5	2,1	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Verbindlichkeiten	7,8	7,5	7,9	11,3	11,4	11,7	11,9
Bilanzsumme (Passiva)	21,7	23,4	21,5	26,3	28,7	31,6	34,8

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

Bilanz Softing

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	26,3 %	29,2 %	33,4 %	26,9 %	23,6 %	20,2 %	17,7 %
davon übrige imm. VG	15,5 %	17,5 %	22,1 %	17,6 %	15,1 %	12,4 %	10,7 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	10,8 %	11,7 %	11,3 %	9,3 %	8,5 %	7,7 %	7,0 %
Sachanlagen	2,7 %	3,5 %	3,1 %	2,3 %	1,2 %	-0,1 %	-1,3 %
Finanzanlagen	4,5 %	4,4 %	5,3 %	7,1 %	6,5 %	5,9 %	5,4 %
Anlagevermögen	33,5 %	37,1 %	41,9 %	36,3 %	31,3 %	26,0 %	21,9 %
Vorräte	8,7 %	10,7 %	10,4 %	7,7 %	8,0 %	8,5 %	8,3 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,6 %	23,3 %	19,0 %	25,9 %	23,3 %	22,5 %	22,1 %
Sonstige Vermögensgegenstände	9,4 %	5,3 %	9,5 %	6,6 %	6,0 %	5,5 %	5,0 %
Liquide Mittel	22,7 %	23,8 %	19,4 %	23,4 %	31,2 %	37,4 %	42,8 %
Umlaufvermögen	66,3 %	63,1 %	58,3 %	63,5 %	68,6 %	73,9 %	78,2 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	26,0 %	24,1 %	26,2 %	21,4 %	19,6 %	17,8 %	16,2 %
Kapitalrücklage	7,8 %	7,2 %	7,8 %	6,4 %	5,9 %	5,3 %	4,8 %
Gewinnrücklagen	31,6 %	40,6 %	35,1 %	31,7 %	36,0 %	40,1 %	44,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,5 %	-4,6 %	-6,2 %	-2,9 %	-1,6 %	-0,9 %	-0,2 %
Buchwert	63,9 %	67,2 %	62,9 %	56,6 %	59,8 %	62,4 %	65,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,8 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Eigenkapital	63,9 %	68,0 %	63,3 %	56,9 %	60,2 %	62,7 %	65,6 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,8 %	2,6 %	4,6 %	4,4 %	4,0 %	3,6 %	3,3 %
Rückstellungen gesamt	4,7 %	4,3 %	5,9 %	5,0 %	4,6 %	4,1 %	3,8 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	18,4 %	14,8 %	15,4 %	24,0 %	22,0 %	20,0 %	18,2 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,8 %	4,2 %	7,3 %	6,6 %	6,6 %	7,0 %	6,9 %
Sonstige Verbindlichkeiten	7,1 %	8,8 %	8,2 %	7,3 %	6,7 %	6,1 %	5,5 %
Verbindlichkeiten	36,0 %	32,2 %	36,8 %	42,9 %	39,9 %	37,2 %	34,3 %
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.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,2	2,4	-1,8	1,0	2,3	2,6	3,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,4	0,3	0,3	0,5	0,6	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,5	2,0	2,4	3,0	2,7	2,9	3,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,1	1,1	-0,7	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	5,2	6,0	0,5	4,6	5,5	6,1	6,9
Veränderung Vorräte	-0,3	-0,4	0,3	0,2	-0,3	-0,4	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,7	0,6	1,8	-3,5	0,1	-0,4	-0,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	1,9	-0,6	-0,9	2,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,1	-0,5	1,2	-1,2	0,0	-0,5	-0,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	5,1	5,5	1,7	3,4	5,5	5,6	6,3
CAPEX	-2,6	-3,2	-2,6	-3,2	-2,6	-2,7	-3,2
Zugänge aus Akquisitionen	-0,4	-1,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	-1,3	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	-3,0	-4,1	-2,9	-4,4	-2,6	-2,7	-3,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	1,2	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	0,0	-0,8	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,5	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	0,0	-0,8	-0,3	1,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	2,2	0,6	-1,4	0,7	2,8	2,9	3,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	4,9	5,6	4,1	4,9	9,0	11,8	14,9

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

Kennzahlen Softing

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	88,5 %	88,1 %	106,6 %	93,3 %	87,0 %	87,0 %	86,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	138.603	141.938	104.251	141.402	152.174	142.857	135.938
EBITDA je Mitarbeiter	24.632	24.841	2.652	21.634	28.000	25.714	25.619
EBIT-Marge	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	4,8 %	9,2 %	9,3 %	10,0 %
EBITDA / Operating Assets	76,0 %	75,1 %	11,1 %	62,9 %	86,7 %	95,1 %	105,6 %
ROA	17,0 %	28,5 %	-18,6 %	10,3 %	22,3 %	28,7 %	36,7 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	49,7	41,3	35,3	51,8	106	-1.429	-99,4
Operating Assets Turnover	4,3	4,3	4,4	4,1	4,7	5,3	5,6
Capital Employed Turnover	1,6	1,7	1,3	1,4	1,4	1,5	1,4
Kapitalverzinsung							
ROCE	13,3 %	17,7 %	-13,0 %	7,6 %	13,6 %	14,2 %	15,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	29,6 %	30,2 %	3,2 %	24,0 %	27,3 %	27,7 %	28,5 %
ROE	8,9 %	15,5 %	-12,3 %	6,6 %	11,6 %	11,9 %	12,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	9,4 %	16,6 %	-11,4 %	6,9 %	12,4 %	12,7 %	13,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	9,4 %	16,4 %	-12,5 %	6,9 %	14,0 %	14,1 %	14,3 %
ROIC	6,2 %	11,3 %	-9,4 %	4,1 %	8,6 %	9,0 %	9,6 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-0,9	-2,1	-0,9	0,2	-2,7	-5,5	-8,6
Net Gearing	-6,7 %	-13,2 %	-6,3 %	1,2 %	-15,3 %	-27,8 %	-37,5 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	347,1 %	459,8 %	411,0 %	236,9 %	273,3 %	313,8 %	361,2 %
Current ratio	2,1	2,3	1,9	1,7	1,9	2,2	2,6
Acid Test Ratio	1,6	1,6	1,3	1,3	1,5	1,8	2,0
EBITDA / Zinsaufwand	36,8	41,4	3,6	16,8	64,4	72,0	82,0
Netto Zinsdeckung	16,6	180,4	n.a.	22,9	18,0	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	2,5	2,4	-0,9	0,2	2,8	2,9	3,1
Free Cash Flow / Umsatz	8,5 %	7,1 %	-3,7 %	0,7 %	8,1 %	7,2 %	7,0 %
Adj. Free Cash Flow	2,5	3,2	-2,2	1,3	3,5	4,2	4,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	14,2 %	13,9 %	-1,4 %	11,9 %	13,1 %	13,0 %	13,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	199,9 %	95,4 %	52,3 %	23,0 %	141,1 %	121,5 %	109,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,2 %	3,6 %	2,0 %	2,1 %	1,3 %	1,0 %	0,7 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,3 %	3,8 %	4,9 %	6,0 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	57,1 %	34,1 %	29,4 %	33,6 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	9,0 %	9,5 %	11,1 %	13,9 %	7,6 %	6,9 %	7,5 %
Maint. Capex / Umsatz	2,8 %	2,4 %	3,4 %	2,5 %	2,3 %	2,0 %	1,8 %
CAPEX / Abschreibungen	92,4 %	131,3 %	85,5 %	133,3 %	82,0 %	78,4 %	84,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,0 %	19,7 %	24,7 %	18,7 %	20,3 %	18,4 %	18,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	444,1 %	550,6 %	261,3 %	390,0 %	352,6 %	322,7 %	320,8 %
Inventory processing period (Tage)	23,8	27,4	34,3	23,4	24,3	24,3	24,3
Receivables collection period (Tage)	69,9	59,7	63,1	78,4	70,0	65,0	65,0
Payables payment period (Tage)	15,7	10,8	24,1	20,1	20,0	20,0	20,0
Cash conversion cycle (Tage)	78,0	76,2	73,2	81,7	74,3	69,3	69,3
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	2,4 %	3,3 %	3,3 %	4,4 %
P/B	1,8	1,5	1,8	1,6	1,4	1,2	1,1
EV/sales	0,9	0,8	1,1	0,8	0,7	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,0	4,4	42,8	5,3	3,6	2,8	2,1
EV/EBIT	11,2	7,5	n.m.	16,8	7,1	5,4	3,9
EV/FCF	10,4	10,9	n.m.	113,6	8,1	7,0	5,6
P/E	20,8	9,9	n.m.	24,1	11,7	9,9	8,3
P/CF	4,7	4,1	46,8	5,3	4,5	4,0	3,5
Adj. Free Cash Flow Yield	20,1 %	23,2 %	2,0 %	17,8 %	23,8 %	30,4 %	40,4 %

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

Free Cash Flow Yield - Softing

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	1,2	2,5	-1,7	1,0	2,0	2,4	2,8	
+ Abschreibung + Amortisation	2,8	2,4	3,1	3,3	3,2	3,5	3,9	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	
+ Steuern	1,1	1,0	-0,7	0,4	1,0	1,1	1,3	
- Erhaltungsinvestitionen	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
+ Sonstiges	-1,8	-1,9	-2,2	-2,7	-1,9	-2,0	-2,5	
= Adjustierter Free Cash Flow	2,5	3,2	-2,2	1,3	3,5	4,2	4,6	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	9,8%	12,5%	-8,5%	5,2%	15,2%	20,6%	27,3%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	25,8	25,8	25,8	25,8	23,0	20,1	17,1	
= Fairer Enterprise Value	25,2	32,1	-	13,4	34,9	41,5	46,5	
- Nettoverschuldung (Cash)	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,6	-5,5	-8,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	
- Sonstige	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
= Faire Marktkapitalisierung	23,8	30,7	-	12,0	36,3	45,8	53,8	
Aktienanzahl (Mio.)	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	4,47	5,76	-	2,25	6,81	8,59	10,10	
Premium (-) / Discount (+) in %	-2,4%	26,0%	-	-50,9%	48,9%	87,7%	120,7%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	3,37	4,37	-	1,67	5,30	6,79	8,08
	12,0%	3,68	4,76	-	1,83	5,72	7,29	8,64
Fairer	11,0%	4,04	5,21	-	2,02	6,22	7,88	9,30
Free Cash Flow	10,0%	4,47	5,76	-	2,25	6,81	8,59	10,10
Yield	9,0%	4,99	6,43	-	2,52	7,54	9,45	11,06
	8,0%	5,65	7,27	-	2,87	8,45	10,54	12,28
	7,0%	6,49	8,35	-	3,32	9,62	11,93	13,83

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

DCF Modell - Softing

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	35,0	40,0	43,5	45,5	47,3	49,1	50,7	52,3	53,8	55,2	56,4	57,6	58,8	60,0
Veränderung	10,5%	14,3%	8,7%	4,5%	4,1%	3,7%	3,4%	3,1%	2,8%	2,6%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%
EBIT	3,2	3,7	4,3	4,1	4,0	3,9	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,6	4,7	4,8
EBIT-Marge	9,2%	9,3%	10,0%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Steuerquote	30,0%	29,5%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	2,3	2,6	3,0	2,9	2,8	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,2	3,3	3,4
Abschreibungen	3,2	3,5	3,9	4,1	4,3	4,4	4,6	4,7	4,8	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4
in % vom Umsatz	9,2%	8,8%	8,9%	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	0,0	-0,5	-0,6	-0,9	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-2,6	-2,7	-3,2	-4,1	-4,3	-4,4	-4,6	-4,7	-4,8	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4
Investitionsquote	7,6%	6,9%	7,5%	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)	3,2	3,3	2,8	1,5	2,2	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8

Modellparameter

Fremdkapitalquote	18,00%	Beta	1,40
Fremdkapitalzins	5,0%	WACC	9,94%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	20,6		
Terminal Value	10,2		
Verbindlichkeiten	-7,5		
Liquide Mittel	6,1	Aktienzahl (Mio.)	5,33
Eigenkapitalwert	29,5	Wert je Aktie (EUR)	5,54

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

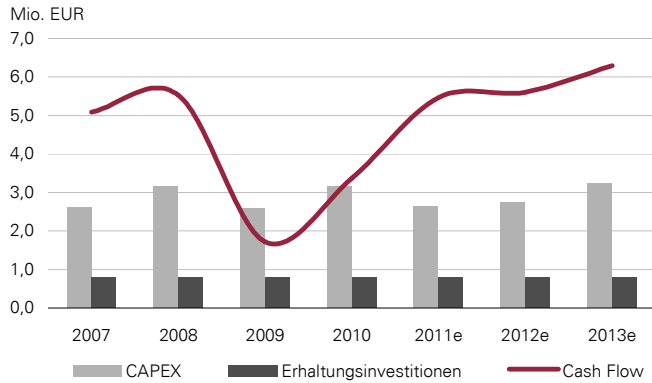
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
10,94%	4,85	4,89	4,93	4,97	5,01	5,06	5,11
10,44%	5,10	5,14	5,19	5,23	5,29	5,34	5,40
10,19%	5,23	5,28	5,33	5,38	5,44	5,50	5,56
9,94%	5,37	5,42	5,48	5,54	5,60	5,67	5,74
9,69%	5,52	5,58	5,64	5,70	5,77	5,84	5,92
9,44%	5,68	5,74	5,81	5,88	5,95	6,04	6,12
8,94%	6,03	6,10	6,18	6,27	6,36	6,46	6,57

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
10,94%	3,91	4,26	4,61	4,97	5,32	5,67	6,03
10,44%	4,11	4,49	4,86	5,23	5,61	5,98	6,36
10,19%	4,23	4,61	5,00	5,38	5,77	6,15	6,53
9,94%	4,35	4,74	5,14	5,54	5,93	6,33	6,73
9,69%	4,48	4,88	5,29	5,70	6,11	6,52	6,93
9,44%	4,61	5,03	5,46	5,88	6,30	6,72	7,14
8,94%	4,92	5,37	5,82	6,27	6,72	7,17	7,63

Quelle: Warburg Research

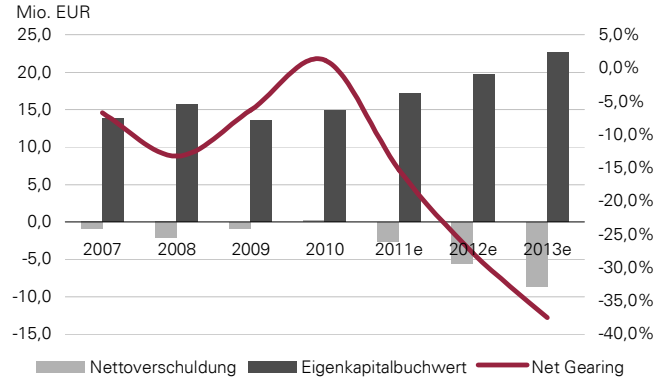
Investitionen und Cash Flow - Softing



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

- CAPEX resultieren hauptsächlich aus aktivierten Entwicklungsaufwendungen.

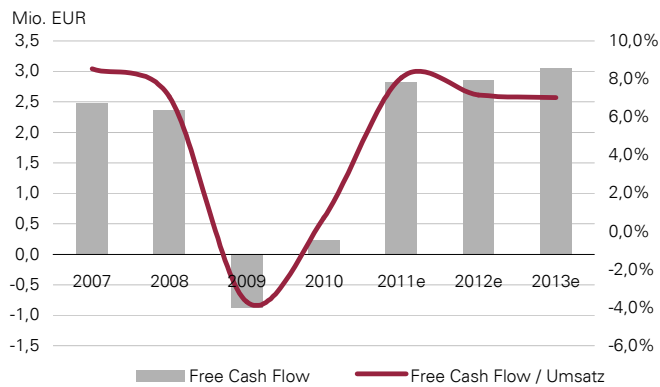
Bilanzqualität - Softing



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

- Solide Bilanz trotz eines hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte.

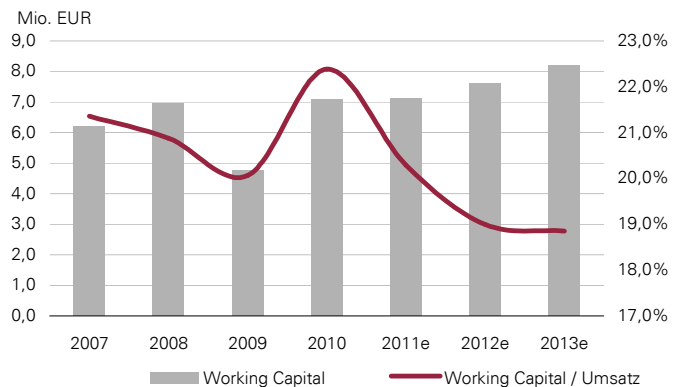
Free Cash Flow Generation - Softing



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

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

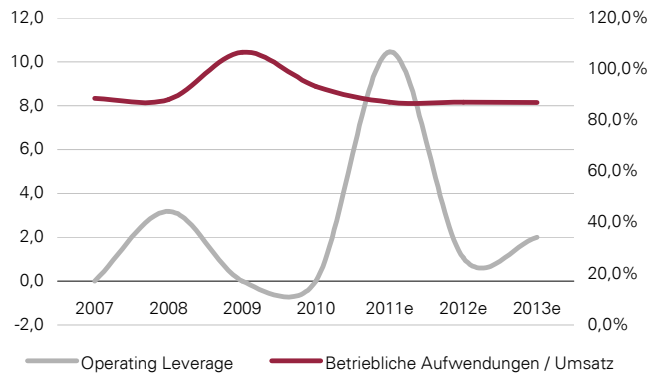
Working Capital - Softing



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

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

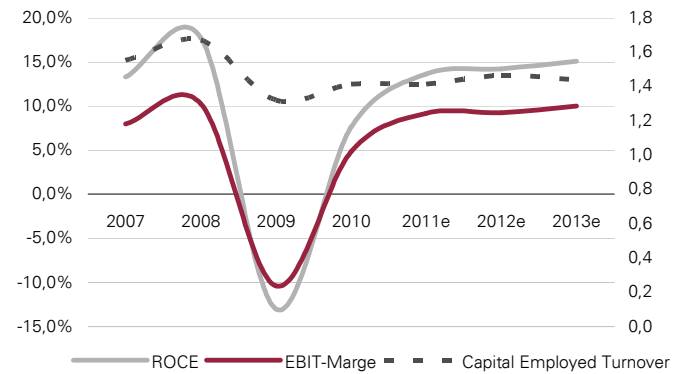
Operating Leverage - Softing



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.

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.

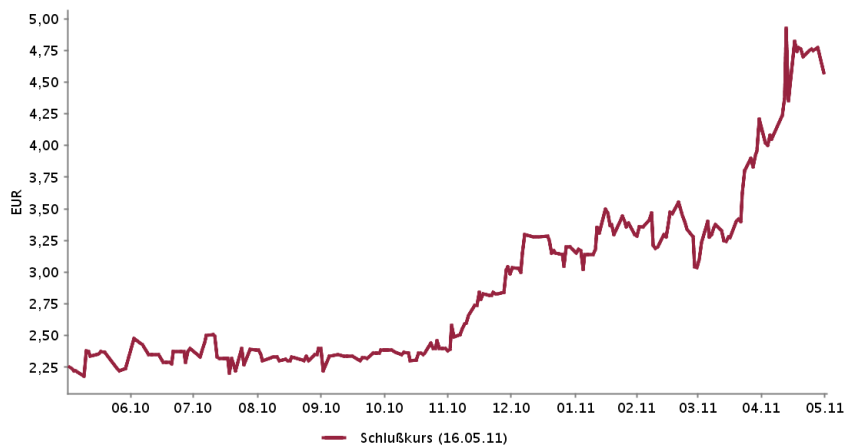
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	65%
Halten	55	32%
Verkaufen	6	3%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	174	

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	101	70%
Halten	41	28%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	145	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Softing AG am 17.05.11**



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
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	Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@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 fschmidt-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

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
		Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@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