

Kaufen (alt: Kaufen)**Kursziel EUR 5,90** (alt: 5,50)

Kurs EUR 4,40
Bloomberg SYT GR
Reuters SYTG
Branche Technology

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



Aktien Daten: 17.11.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 23,5 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 22,1 Mio.
Buchwert: EUR 17,6 Mio.
Aktienanzahl: 5,3 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 97,8 Tsd.

Aktionäre:

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

Termine:

Eigenkapitalforum 21.11.11
 Geschäftsbericht 2011 30.03.12
 Zahlen Q1 09.05.12
 Zahlen Q2 14.08.12

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	35,0	5,7	40,0	7,5	43,5	3,4
EBIT	3,2	17,7	3,7	14,6	4,3	3,4
EPS	0,40	20,0	0,46	17,4	0,55	3,6

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 18.11.2011
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 awolf@warburg-research.com

Stärkstes Quartal in 2011 / Dividendenanhebung

Softing hat jüngst Zahlen für das dritte Quartal veröffentlicht. Zudem wurde die Guidance angehoben. Das Management erwartet einen Umsatz von ca. EUR 37 Mio. (zuvor: ca. EUR 35 Mio.) sowie ein EBIT von mehr als EUR 3,7 Mio. (zuvor: > EUR 3 Mio.).

Softing - Q3 2011

Angaben in Mio. EUR	Q3/11	Q3/11e	Q3/10	yoy	9M/11	9M/10	yoy
Umsatz	9,5	9,0	7,8	21,9%	27,6	21,7	26,7%
EBITDA	1,6	1,5	1,3	24,1%	5,2	3,1	70,4%
<i>Marge</i>	17,2%	16,7%	16,9%		18,9%	14,1%	
EBIT	0,8	0,7	0,5	49,1%	2,8	0,7	284,0%
<i>Marge</i>	8,5%	7,8%	7,0%		10,3%	3,4%	
EPS in EUR	0,11	0,10	0,08	37,5%	0,39	0,11	254,5%

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

Mit einem **Umsatz** von EUR 9,5 Mio. (+22% yoy) war das dritte Quartal das stärkste des laufenden Jahres. Bedingt durch Skaleneffekte und einen höheren Anteil von höhermargigen Softwareumsätzen ist die **EBIT-Marge** gegenüber dem Vorjahresquartal gesteigert worden. Dies kommt insbesondere im Segment Automotive Electronics zum Tragen, wo die EBIT-Marge 18,8% erreichte. Damit wurde das mit EUR -0,2 Mio. negative EBIT im Segment Industrial Automation überkompensiert. Letzteres ist bedingt durch eine interne Umlagenbuchung und hat keine operative Ursache.

Ende November wird Softing auf der Automatisierungsmesse in Nürnberg neue Produkte im Segment Industrial Automation vorstellen. Dazu zählen im Wesentlichen Funktionserweiterungen bestehender Produktfamilien, die neue Anwendungen ermöglichen. Diese sollten ab dem kommenden Jahr zum Umsatz beitragen. Zum Umsatz trägt auch die **jüngste Akquisition** bei. Ende Oktober hat Softing die Gesellschaft samtec erworben. Durch deren Diagnose- und Kommunikationslösungen wird das Segment Automotive Electronics gestärkt. Der annualisierte Umsatz der Gesellschaft liegt bei ca. EUR 4 Mio., der Kaufpreis wurde nicht bekanntgegeben. Dieser dürfte jedoch bei den vom Management üblicherweise gezahlten Preisen keine wesentlichen Auswirkungen auf die Finanzlage haben.

Integrationsaufwendungen (z.B. Abstimmung der Produktpaletten, Vereinheitlichung der Entwicklungsplattformen) dürften jedoch dazu führen, dass die Akquisition in den nächsten Quartalen noch keinen Beitrag zum operativen Ergebnis leistet.

Die Schätzungen wurden unter Berücksichtigung der Akquisition, der guten Q3-Zahlen und einer guten Visibilität für 2012 aufgrund bereits erhaltener Kundenbestellungen angehoben. Gleichzeitig wurde berücksichtigt, dass Softing eine **Anhebung der Dividende auf EUR 0,20 je Aktie** plant.

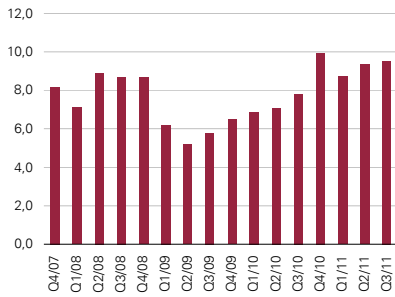
Das Kursziel wird auf EUR 5,90 erhöht. Das Rating lautet angesichts des Kurspotenzials von ca. 30% unverändert Kaufen.

Geschäftsjahresende:

31.12.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
in EUR Mio							
Umsatz	29,0	33,4	23,7	31,7	37,0	43,0	45,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	22,8 %	15,1 %	-29,1 %	33,8 %	16,8 %	16,2 %	4,7 %
Rohrertrag	23,8	26,6	19,5	25,3	28,5	32,5	34,4
<i>Rohrertragsmarge</i>	82,2 %	79,9 %	82,5 %	80,0 %	77,1 %	75,7 %	76,4 %
EBITDA	5,1	5,8	0,6	4,8	7,0	7,8	8,5
<i>EBITDA-Marge</i>	17,8 %	17,5 %	2,5 %	15,3 %	19,0 %	18,2 %	18,8 %
EBIT	2,3	3,4	-2,5	1,5	3,8	4,2	4,5
<i>EBIT-Marge</i>	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	4,8 %	10,2 %	9,9 %	10,0 %
Jahresüberschuss	1,2	2,5	-1,7	1,0	2,4	2,7	2,9
EPS	0,22	0,46	-0,33	0,19	0,48	0,54	0,57
Free Cash Flow je Aktie	0,45	0,44	-0,17	0,04	0,55	0,63	0,70
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,11	0,20	0,25	0,25
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	2,5 %	4,5 %	5,7 %	5,7 %
EV/Umsatz	0,9	0,7	1,1	0,8	0,6	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,8	4,3	41,3	5,1	3,1	2,4	1,8
EV/EBIT	10,8	7,3	n.m.	16,2	5,8	4,4	3,4
KGV	20,0	9,6	n.m.	23,2	9,2	8,2	7,7
ROCE	13,3 %	17,7 %	-13,0 %	7,6 %	15,9 %	15,9 %	15,2 %
Adj. Free Cash Flow Yield	10,1 %	12,9 %	n.a.	5,4 %	18,5 %	25,3 %	32,1 %

Entwicklung Umsatz

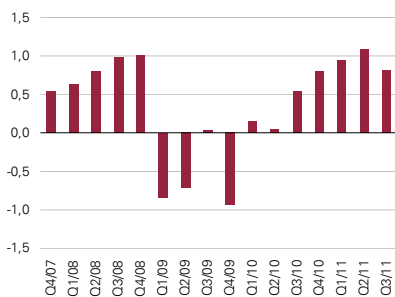
in EUR Mio.



Quelle: Softing

Entwicklung EBIT

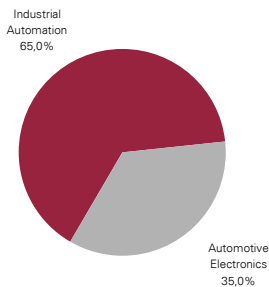
in EUR Mio.



Quelle: Softing

EBIT nach Geschäftsbereichen

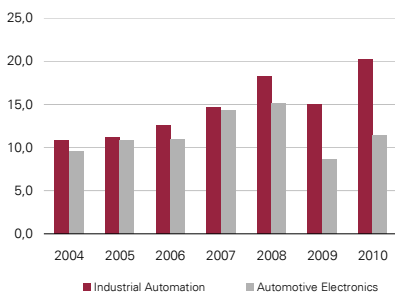
2010



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	37,0	43,0	45,0
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	38,9	45,0	47,5
Materialaufwand	7,0	8,6	6,3	9,1	10,4	12,5	13,1
Rohertrag	23,8	26,6	19,5	25,3	28,5	32,5	34,4
Personalaufwendungen	15,0	16,3	14,9	16,1	16,8	19,5	20,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,3	0,5	0,8	0,8	0,6	0,7	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	4,0	5,0	4,8	5,2	5,3	5,9	6,2
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	7,0	7,8	8,5
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,4	0,3	0,3	0,6	0,7	0,8
EBITA	4,8	5,5	0,3	4,6	6,5	7,1	7,7
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	3,8	4,2	4,5
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	3,8	4,2	4,5
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	3,8	4,2	4,5
Steuern gesamt	1,1	1,0	-0,7	0,4	1,1	1,3	1,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,2	2,4	-1,8	1,0	2,7	3,0	3,1
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	2,7	3,0	3,1
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	2,4	2,7	2,9

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 %	5,1 %	4,7 %	5,6 %
Gesamtleistung	106,3 %	105,6 %	109,1 %	108,6 %	105,1 %	104,7 %	105,6 %
Materialaufwand	24,2 %	25,7 %	26,7 %	28,6 %	28,0 %	29,0 %	29,2 %
Rohertrag	82,2 %	79,9 %	82,5 %	80,0 %	77,1 %	75,7 %	76,4 %
Personalaufwendungen	51,7 %	48,9 %	63,1 %	50,8 %	45,4 %	45,4 %	45,6 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,1 %	1,4 %	3,5 %	2,6 %	1,6 %	1,6 %	1,8 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	13,8 %	14,9 %	20,4 %	16,5 %	14,3 %	13,7 %	13,8 %
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 %	19,0 %	18,2 %	18,8 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1 %	1,1 %	1,5 %	0,9 %	1,5 %	1,6 %	1,7 %
EBITA	16,7 %	16,4 %	1,1 %	14,4 %	17,5 %	16,6 %	17,1 %
Abschreibungen auf iAV	8,7 %	6,1 %	10,3 %	9,5 %	7,3 %	6,7 %	7,1 %
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 %	10,2 %	9,9 %	10,0 %
Zinserträge	0,4 %	0,6 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,2 %	0,2 %
Zinsaufwendungen	0,5 %	0,4 %	0,7 %	0,9 %	0,3 %	0,2 %	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 %	10,2 %	9,9 %	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 %	10,2 %	9,9 %	10,0 %
Steuern gesamt	3,7 %	3,1 %	-2,9 %	1,2 %	3,0 %	2,9 %	3,0 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,3 %	7,3 %	-7,8 %	3,1 %	7,3 %	7,0 %	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 %	7,3 %	7,0 %	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 %	6,6 %	6,4 %	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	0,8	1,1	1,3	1,0	0,7	0,3	0,1
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	-0,1	-0,7
Finanzanlagen	1,0	1,0	1,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Anlagevermögen	7,3	8,7	9,0	9,6	8,9	8,1	7,4
Vorräte	1,9	2,5	2,2	2,0	2,5	2,9	3,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,5	5,5	4,1	6,8	7,1	7,7	8,0
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	8,9	12,2	15,7
Umlaufvermögen	14,4	14,8	12,5	16,7	20,3	24,5	28,5
Bilanzsumme (Aktiva)	21,7	23,4	21,5	26,3	29,2	32,6	35,8
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	10,8	13,5	16,4
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	17,6	20,5	23,6
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	17,7	20,6	23,7
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	2,0	2,4	2,5
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	11,5	11,9	12,0
Bilanzsumme (Passiva)	21,7	23,4	21,5	26,3	29,2	32,6	35,8

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 %	23,2 %	19,5 %	17,2 %
davon übrige imm. VG	3,7 %	4,5 %	6,2 %	3,7 %	2,3 %	0,8 %	0,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	10,8 %	11,7 %	11,3 %	9,3 %	8,4 %	7,5 %	6,8 %
Sachanlagen	2,7 %	3,5 %	3,1 %	2,3 %	1,0 %	-0,5 %	-1,9 %
Finanzanlagen	4,5 %	4,4 %	5,3 %	7,1 %	6,4 %	5,8 %	5,2 %
Anlagevermögen	33,5 %	37,1 %	41,9 %	36,3 %	30,6 %	24,8 %	20,6 %
Vorräte	8,7 %	10,7 %	10,4 %	7,7 %	8,6 %	8,9 %	8,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,6 %	23,3 %	19,0 %	25,9 %	24,3 %	23,6 %	22,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	9,4 %	5,3 %	9,5 %	6,6 %	5,9 %	5,3 %	4,8 %
Liquide Mittel	22,7 %	23,8 %	19,4 %	23,4 %	30,6 %	37,3 %	44,0 %
Umlaufvermögen	66,3 %	63,1 %	58,3 %	63,5 %	69,4 %	75,1 %	79,5 %
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 %	19,3 %	17,3 %	15,8 %
Kapitalrücklage	7,8 %	7,2 %	7,8 %	6,4 %	5,8 %	5,2 %	4,7 %
Gewinnrücklagen	31,6 %	40,6 %	35,1 %	31,7 %	36,9 %	41,4 %	45,8 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-1,5 %	-4,6 %	-6,2 %	-2,9 %	-1,6 %	-0,8 %	-0,2 %
Buchwert	63,9 %	67,2 %	62,9 %	56,6 %	60,3 %	63,0 %	66,1 %
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 %	60,6 %	63,3 %	66,3 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	3,8 %	2,6 %	4,6 %	4,4 %	3,9 %	3,5 %	3,2 %
Rückstellungen gesamt	4,7 %	4,3 %	5,9 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	18,4 %	14,8 %	15,4 %	24,0 %	21,6 %	19,4 %	17,6 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,8 %	4,2 %	7,3 %	6,6 %	6,9 %	7,4 %	7,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	7,1 %	8,8 %	8,2 %	7,3 %	6,6 %	5,9 %	5,4 %
Verbindlichkeiten	36,0 %	32,2 %	36,8 %	42,9 %	39,5 %	36,7 %	33,7 %
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	2,7	3,0	3,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,4	0,3	0,3	0,6	0,7	0,8
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	5,9	6,6	7,1
Veränderung Vorräte	-0,3	-0,4	0,3	0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,7	0,6	1,8	-3,5	-0,3	-0,6	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,4	0,1
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	-0,5	-0,6	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	5,1	5,5	1,7	3,4	5,4	6,0	6,8
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	3,2	3,6
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	8,9	12,2	15,7

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 %	86,1 %	86,4 %	86,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	138.603	141.938	104.251	141.402	160.870	153.571	140.625
EBITDA je Mitarbeiter	24.632	24.841	2.652	21.634	30.609	27.964	26.438
EBIT-Marge	8,0 %	10,3 %	-10,4 %	4,8 %	10,2 %	9,9 %	10,0 %
EBITDA / Operating Assets	76,0 %	75,1 %	11,1 %	62,9 %	89,1 %	97,2 %	108,0 %
ROA	17,0 %	28,5 %	-18,6 %	10,3 %	27,3 %	33,8 %	39,3 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	49,7	41,3	35,3	51,8	124	-295	-67,4
Operating Assets Turnover	4,3	4,3	4,4	4,1	4,7	5,3	5,7
Capital Employed Turnover	1,6	1,7	1,3	1,4	1,5	1,5	1,4
Kapitalverzinsung							
ROCE	13,3 %	17,7 %	-13,0 %	7,6 %	15,9 %	15,9 %	15,2 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	29,6 %	30,2 %	3,2 %	24,0 %	29,6 %	29,4 %	28,5 %
ROE	8,9 %	15,5 %	-12,3 %	6,6 %	13,8 %	13,3 %	12,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	9,4 %	16,6 %	-11,4 %	6,9 %	14,9 %	14,3 %	13,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	9,4 %	16,4 %	-12,5 %	6,9 %	16,5 %	15,6 %	14,2 %
ROIC	6,2 %	11,3 %	-9,4 %	4,1 %	10,1 %	10,1 %	9,6 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-0,9	-2,1	-0,9	0,2	-2,6	-5,9	-9,4
Net Gearing	-6,7 %	-13,2 %	-6,3 %	1,2 %	-14,8 %	-28,3 %	-39,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	347,1 %	459,8 %	411,0 %	236,9 %	280,2 %	326,8 %	375,8 %
Current ratio	2,1	2,3	1,9	1,7	2,0	2,3	2,7
Acid Test Ratio	1,6	1,6	1,3	1,3	1,5	1,8	2,1
EBITDA / Zinsaufwand	36,8	41,4	3,6	16,8	70,4	78,3	84,6
Netto Zinsdeckung	16,6	180,4	n.a.	22,9	21,1	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	2,5	2,4	-0,9	0,2	2,8	3,2	3,6
Free Cash Flow / Umsatz	8,5 %	7,1 %	-3,7 %	0,7 %	7,5 %	7,5 %	7,9 %
Adj. Free Cash Flow	2,5	3,2	-2,2	1,3	4,1	4,8	4,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	14,2 %	13,9 %	-1,4 %	11,9 %	13,6 %	13,2 %	13,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	199,9 %	95,4 %	52,3 %	23,0 %	114,4 %	118,1 %	123,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,2 %	3,6 %	2,0 %	2,1 %	1,3 %	0,9 %	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 %	38,1 %	42,8 %	40,6 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	9,0 %	9,5 %	11,1 %	13,9 %	7,1 %	6,4 %	7,2 %
Maint. Capex / Umsatz	2,8 %	2,4 %	3,4 %	2,5 %	2,2 %	1,9 %	1,8 %
CAPEX / Abschreibungen	92,4 %	131,3 %	85,5 %	133,3 %	81,2 %	76,4 %	81,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	20,0 %	19,7 %	24,7 %	18,7 %	19,9 %	18,4 %	18,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	444,1 %	550,6 %	261,3 %	390,0 %	355,0 %	320,8 %	320,0 %
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.	2,5 %	4,5 %	5,7 %	5,7 %
P/B	1,7	1,5	1,7	1,6	1,3	1,1	1,0
EV/sales	0,9	0,7	1,1	0,8	0,6	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,8	4,3	41,3	5,1	3,1	2,4	1,8
EV/EBIT	10,8	7,3	n.m.	16,2	5,8	4,4	3,4
EV/FCF	10,1	10,5	n.m.	109,6	7,9	5,8	4,3
P/E	20,0	9,6	n.m.	23,2	9,2	8,2	7,7
P/CF	4,5	3,9	45,1	5,1	3,9	3,6	3,3
Adj. Free Cash Flow Yield	10,1 %	12,9 %	n.a.	5,4 %	18,5 %	25,3 %	32,1 %

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	2,4	2,7	2,9
+ Abschreibung + Amortisation	2,8	2,4	3,1	3,3	3,3	3,6	4,0
- 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	1,1	1,3	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	4,1	4,8	4,9
Adjustierter Free Cash Flow Yield	10,1%	12,9%	-8,8%	5,4%	18,5%	25,3%	32,1%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	24,9	24,9	24,9	24,9	22,1	18,9	15,3
= Fairer Enterprise Value	25,2	32,1	-	13,4	40,9	47,8	49,1
- Nettoverschuldung (Cash)	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,6	-5,8	-9,4
- 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	42,3	52,4	57,3
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	7,93	9,83	10,75
Premium (-) / Discount (+) in %	1,4%	30,8%	-	-49,0%	80,1%	123,3%	144,0%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	3,37	4,37	-	1,67	6,16	7,76	8,62
	12,0%	3,68	4,76	-	1,83	6,65	8,34	9,21
Fairer	11,0%	4,04	5,21	-	2,02	7,23	9,02	9,91
Free Cash Flow	10,0%	4,47	5,76	-	2,25	7,93	9,83	10,75
Yield	9,0%	4,99	6,43	-	2,52	8,79	10,83	11,77
	8,0%	5,65	7,27	-	2,87	9,85	12,08	13,05
	7,0%	6,49	8,35	-	3,32	11,22	13,68	14,70

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	37,0	43,0	45,0	47,0	49,0	50,8	52,5	54,1	55,6	57,1	58,4	59,6	60,8	62,0
Veränderung	16,8%	16,2%	4,7%	4,5%	4,1%	3,7%	3,4%	3,1%	2,8%	2,6%	2,3%	2,1%	2,0%	2,0%
EBIT	3,8	4,2	4,5	4,2	4,2	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,0
EBIT-Marge	10,2%	9,9%	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	29,0%	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	2,7	3,0	3,1	3,0	2,9	2,8	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5
Abschreibungen in % vom Umsatz	3,3	3,6	4,0	4,2	4,4	4,6	4,7	4,9	5,0	5,1	5,3	5,4	5,5	5,6
	8,8%	8,3%	8,8%	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	-0,5	-0,6	-0,3	-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	-4,2	-4,4	-4,6	-4,7	-4,9	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4	-5,5	-5,6
Investitionsquote	7,1%	6,4%	7,2%	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	3,6	3,3	1,6	2,3	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,8	2,9

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	22,0		
Terminal Value	10,7		
Verbindlichkeiten	-7,5		
Liquide Mittel	6,1	Aktienzahl (Mio.)	5,33
Eigenkapitalwert	31,4	Wert je Aktie (EUR)	5,89

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

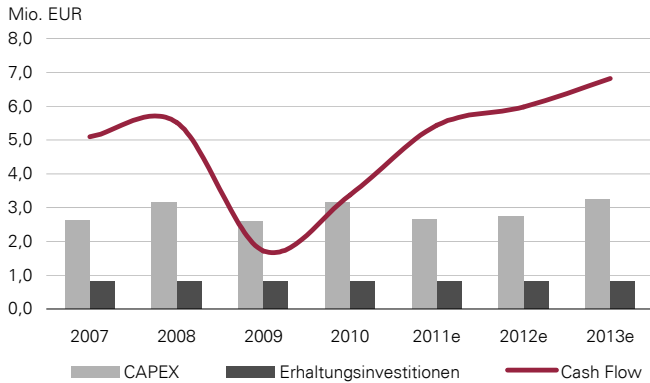
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
10,94%	5,18	5,21	5,25	5,30	5,34	5,39	5,44
10,44%	5,43	5,48	5,53	5,58	5,63	5,69	5,75
10,19%	5,57	5,62	5,67	5,73	5,79	5,85	5,92
9,94%	5,72	5,77	5,83	5,89	5,96	6,03	6,10
9,69%	5,88	5,93	6,00	6,06	6,14	6,21	6,30
9,44%	6,04	6,11	6,18	6,25	6,33	6,41	6,50
8,94%	6,41	6,48	6,57	6,66	6,75	6,86	6,97

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%	4,19	4,56	4,93	5,30	5,67	6,04	6,41
10,44%	4,40	4,79	5,19	5,58	5,97	6,36	6,75
10,19%	4,52	4,92	5,33	5,73	6,13	6,54	6,94
9,94%	4,65	5,06	5,48	5,89	6,31	6,72	7,14
9,69%	4,78	5,21	5,64	6,06	6,49	6,92	7,35
9,44%	4,92	5,37	5,81	6,25	6,69	7,13	7,57
8,94%	5,24	5,71	6,19	6,66	7,13	7,60	8,07

Quelle: Warburg Research

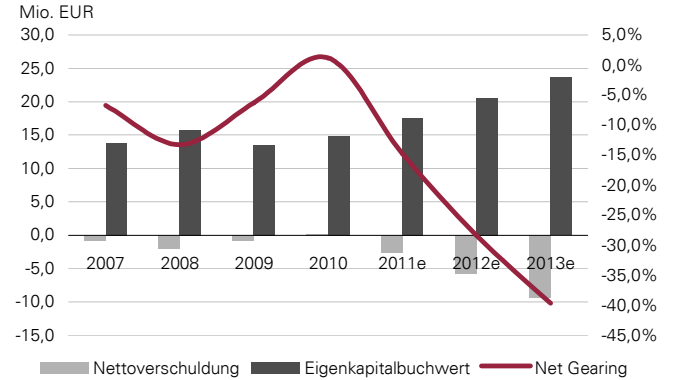
Investitionen und Cash Flow - Softing



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

- CAPEX resultieren hauptsächlich aus aktivierten Entwicklungsaufwendungen.

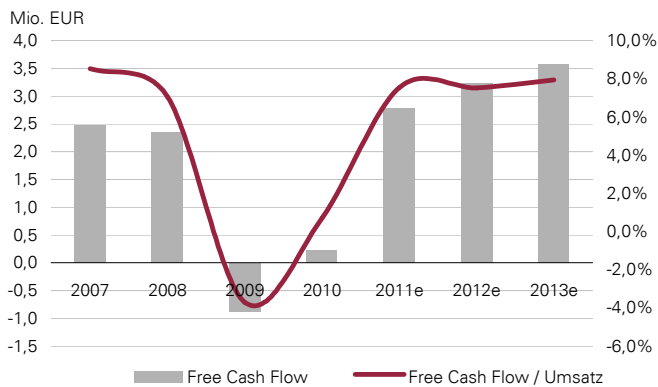
Bilanzqualität - Softing



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

- Solide Bilanz trotz eines hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte.

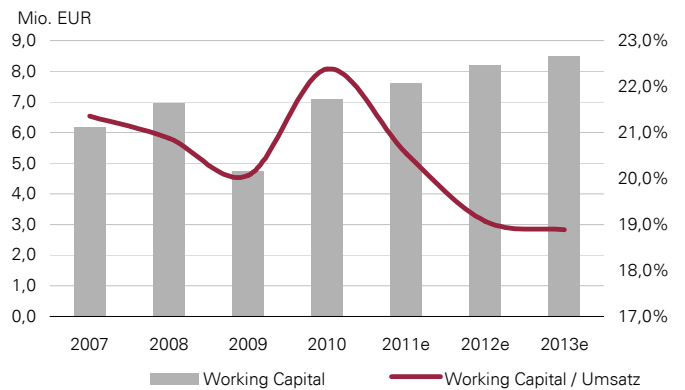
Free Cash Flow Generation - Softing



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

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

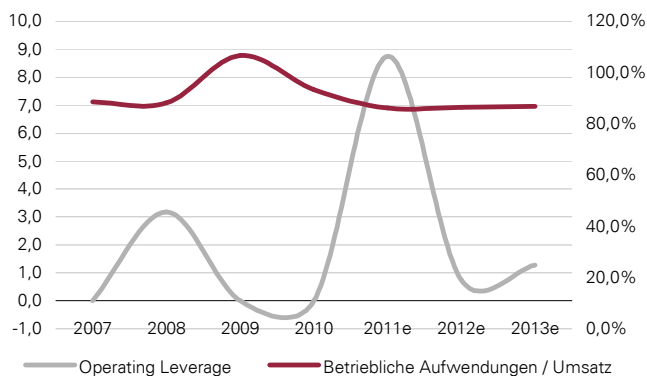
Working Capital - Softing



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

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

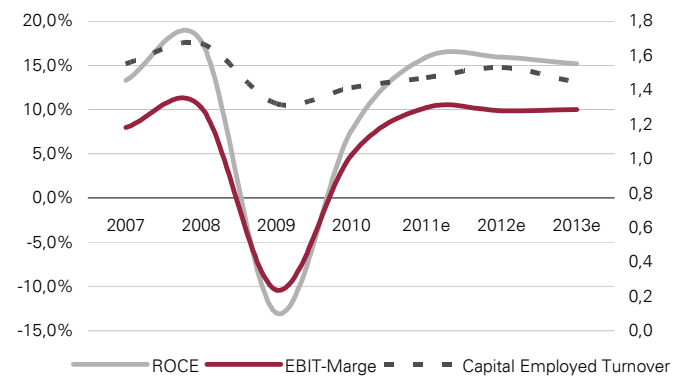
Operating Leverage - Softing



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.

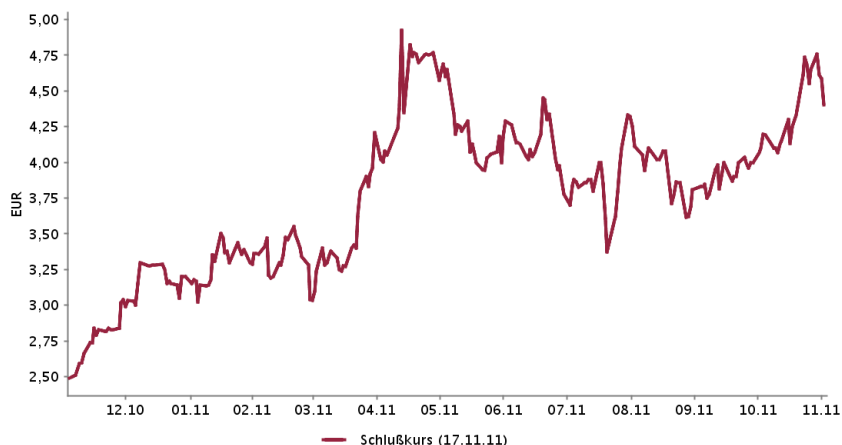
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	72%
Halten	44	25%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	179	

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	106	76%
Halten	31	22%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	140	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
Softing AG am 18.11.11**



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
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Malte Räter	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@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
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com