

Buy EUR 17,50 (EUR 15,50) Kurs EUR 14,66 Upside 19,4 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 17,50 FCF-Value Potential 18e: 16,20	Aktien Daten: Bloomberg: SYT GR Reuters: SYTG ISIN: DE0005178008	Beschreibung: Softwarelösungen (z.B. Fehlerdiagnose) für industrielle Anlagen und die Fahrzeugelektronik
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 102,0 Aktienanzahl (Mio.): 7,0 EV: 112,2 Freefloat MC: 75,5 Ø Trad. Vol. (30T): 227,80	Aktionäre: Freefloat 74,0 % Trier Asset Mgmt 26,0 %	Risikoprofil (WRe): 2016e Beta: 1,3 KBV: 2,2 x EK-Quote: 54 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,7 x Net Debt / EBITDA: 0,8 x

Ende des Übergangsjahres; Modell vorwärtsgerollt; Kursziel angehoben

Berichtete Kennzahlen Q4/2015: in EUR m	Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> Hohe Profitabilität im Segment Automotive reflektiert einen höheren Anteil von Lizenzumsätzen in Q4 Der Umsatz der U.S. Tochter OLDI in der ersten Jahreshälfte war anorganisch 																																																															
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Q4/15</th> <th>Q4/15e</th> <th>Δ WRe</th> <th>Q4/14</th> <th>yoy</th> <th>2015</th> <th>2014</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Industrial</td> <td>16.3</td> <td>17.5</td> <td>-7.1%</td> <td>15.4</td> <td>5.5%</td> <td>58.7</td> <td>46.9</td> <td>25.1%</td> </tr> <tr> <td>EBIT Industrial</td> <td>0.3</td> <td>10</td> <td>-68.0%</td> <td>0.2</td> <td>53.1%</td> <td>2.2</td> <td>17</td> <td>32.6%</td> </tr> <tr> <td>margin</td> <td>2.0%</td> <td>5.7%</td> <td></td> <td>1.4%</td> <td></td> <td>3.8%</td> <td>3.6%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Automotive</td> <td>8.7</td> <td>7.5</td> <td>16.0%</td> <td>5.9</td> <td>47.1%</td> <td>23.6</td> <td>27.6</td> <td>-14.4%</td> </tr> <tr> <td>EBIT Automotive</td> <td>2.0</td> <td>19</td> <td>7.6%</td> <td>11</td> <td>85.8%</td> <td>3.3</td> <td>4.2</td> <td>-22.7%</td> </tr> <tr> <td>margin</td> <td>23.5%</td> <td>25.3%</td> <td></td> <td>18.6%</td> <td></td> <td>13.8%</td> <td>15.3%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>		Q4/15	Q4/15e	Δ WRe	Q4/14	yoy	2015	2014	yoy	Industrial	16.3	17.5	-7.1%	15.4	5.5%	58.7	46.9	25.1%	EBIT Industrial	0.3	10	-68.0%	0.2	53.1%	2.2	17	32.6%	margin	2.0%	5.7%		1.4%		3.8%	3.6%		Automotive	8.7	7.5	16.0%	5.9	47.1%	23.6	27.6	-14.4%	EBIT Automotive	2.0	19	7.6%	11	85.8%	3.3	4.2	-22.7%	margin	23.5%	25.3%		18.6%		13.8%	15.3%		
	Q4/15	Q4/15e	Δ WRe	Q4/14	yoy	2015	2014	yoy																																																								
Industrial	16.3	17.5	-7.1%	15.4	5.5%	58.7	46.9	25.1%																																																								
EBIT Industrial	0.3	10	-68.0%	0.2	53.1%	2.2	17	32.6%																																																								
margin	2.0%	5.7%		1.4%		3.8%	3.6%																																																									
Automotive	8.7	7.5	16.0%	5.9	47.1%	23.6	27.6	-14.4%																																																								
EBIT Automotive	2.0	19	7.6%	11	85.8%	3.3	4.2	-22.7%																																																								
margin	23.5%	25.3%		18.6%		13.8%	15.3%																																																									

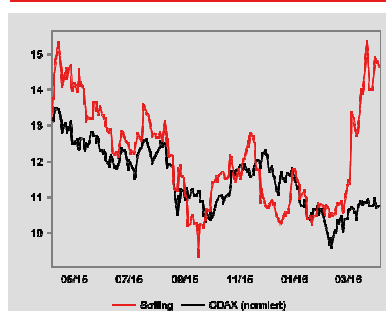
Softings jüngst veröffentlichter Geschäftsbericht hat die vorläufigen Zahlen bestätigt. Die Zusammensetzung des Umsatzes war die große Unbekannte. Da das Q4-Umsatzwachstum von 17% (+6% in Q3) vollkommen organisch war, ist der Übergangszeitraum vorbei und die schwache Entwicklung im Segment Automotive im Verlauf von 2015 wurde überwunden. Das Unternehmen hat neue Kunden für schwere Dieselmotoren für seine Diagnosesoftware gewonnen. Darüber hinaus hat Softing den Markt für die Diagnose von kommerziellen On- und Offroadfahrzeugen erschlossen. Zudem werden im Laufe von 2016 neue Produkte im Segment Automotive eingeführt, z.B. die Diagnose App.

Wie im vergangenen Jahr, sollte die zweite Hälfte 2016 stärker als die erste ausfallen. Diese Entwicklung mit einem starken Jahresendgeschäft ist überwiegend auf OLDI und Psiber zurückzuführen. Beide Unternehmen sind im Zuge von Übernahmen der letzten Jahre Teil von Softing geworden. Zukünftig sollte sich die Visibilität des Umsatzes erhöhen. Die Diagnose-App, die in Zusammenarbeit mit einem führenden Automotive OEM entwickelt wurde, wird in Laufe der kommenden Wochen auf den Markt gebracht. Die faktisch wiederkehrende Art des Geschäfts sollte zu einer größeren Stetigkeit der Quartalsumsätze und operativen Ergebnisse führen.

Die wachsende Zahl vernetzter Knotenpunkte in der industriellen Automatisierung und die zunehmende Durchdringung von Elektronik in Pkw und andere Fahrzeugen sollte das zukünftige Wachstum unterstützen. Vernetzte Fahrzeuge und integrierte Diagnose bieten zum Beispiel neue Wachstumsmöglichkeiten. Da sich Wachstumsmöglichkeiten auch via M&A ergeben, wird Softings Management eine Dividende von EUR 0,15 vorschlagen, um den finanziellen Handlungsspielraum zu erhöhen.

Angesichts des Kundenfeedbacks erscheinen die Aussichten für 2016 günstig. Folglich antizipiert das Management einen Umsatz oberhalb von EUR 85 Mio. sowie ein operatives EBIT (bereinigt um PPA-bezogene Abschreibungen und den Effekt der F&E-Kapitalisierung und Abschreibung) von über EUR 7,5 Mio. Während diese Ziele unsere Schätzungen unterstützen, wären wir nicht überrascht, wenn sich diese als defensiv erweisen.

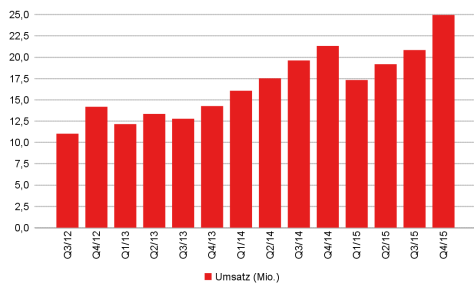
Die Schätzungen für 2018 werden eingeführt und reflektieren unsere Annahme einer Rückkehr von Softing zu einem Margenniveau von 10%. Darüber hinaus wird das Modell vorwärtsgerollt und dementsprechend das **Kursziel auf EUR 17,50 angehoben**. Angesichts einer Rückkehr zu einem organischen Wachstum, intakten strukturellen Wachstumstreibern und einem Kurspotenzial zu unserem Kursziel, wird die Kaufempfehlung bekräftigt.



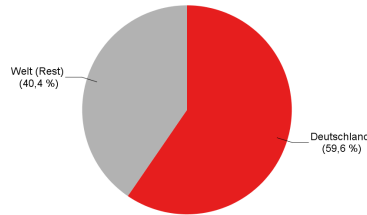
Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	9,2 %
6 Monate:	27,9 %
Jahresverlauf:	32,6 %
Letzte 12 Monate:	29,8 %

Unternehmenstermine:	
04.05.16	HV
12.08.16	Q2

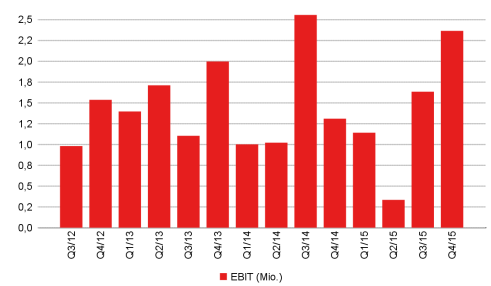
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (15-18e)	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	6,3 %	49,4	52,6	74,5	82,3	87,0	92,5	99,0
Veränd. Umsatz yoy		20,0 %	6,4 %	41,8 %	10,4 %	5,7 %	6,3 %	7,0 %
Rohertragsmarge		76,3 %	78,7 %	68,5 %	64,7 %	68,7 %	69,0 %	69,2 %
EBITDA	10,9 %	8,3	9,4	10,1	10,8	12,0	13,3	14,7
Marge		16,7 %	17,8 %	13,5 %	13,1 %	13,8 %	14,4 %	14,8 %
EBIT	21,3 %	4,9	6,2	5,9	5,5	6,8	8,1	9,8
Marge		10,0 %	11,8 %	7,9 %	6,6 %	7,8 %	8,7 %	9,9 %
EBIT adj.	24,6 %	4,1	4,6	6,2	5,5	7,6	8,9	10,6
Nettoergebnis	15,1 %	3,5	4,3	3,8	4,5	4,7	5,7	6,8
EPS	14,7 %	0,59	0,69	0,58	0,65	0,67	0,81	0,98
DPS	38,7 %	0,27	0,35	0,25	0,15	0,35	0,40	0,40
Dividendenrendite		4,6 %	3,4 %	1,6 %	1,2 %	2,4 %	2,7 %	2,7 %
FCFPS		0,53	0,14	0,15	0,61	0,72	0,78	0,98
FCF / Marktkap.		9,1 %	1,4 %	1,0 %	4,8 %	4,9 %	5,4 %	6,7 %
EV / Umsatz		0,5 x	1,0 x	1,6 x	1,2 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x
EV / EBITDA		2,9 x	5,7 x	11,8 x	9,4 x	9,4 x	8,2 x	7,2 x
EV / EBIT		4,9 x	8,7 x	20,2 x	18,6 x	16,5 x	13,5 x	10,8 x
EV / EBIT adj.		5,8 x	11,7 x	19,2 x	18,6 x	14,8 x	12,3 x	10,0 x
KGV		9,9 x	15,0 x	26,3 x	19,4 x	21,9 x	18,1 x	15,0 x
FCF Yield Potential		13,8 %	6,8 %	3,6 %	6,6 %	6,2 %	7,1 %	8,1 %
Nettoverschuldung		-10,4	-11,2	18,3	13,9	10,2	7,3	3,5
ROCE (NOPAT)		30,0 %	32,4 %	11,4 %	8,4 %	8,5 %	10,1 %	12,2 %
Guidance:		2015: Umsatz: > EUR 85 Mio.; operatives EBIT > EUR 7,5m						

Entwicklung Umsatz
 in Mio. EUR


Quelle: Company

Umsatz nach Regionen
 2015; in %


Quelle: Company

Entwicklung EBIT
 in Mio. EUR


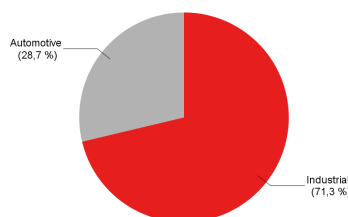
Quelle: Company

Unternehmenshintergrund

- Softing verfügt über Kompetenzen im Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Die Geschäftstätigkeit umfasst zwei Segmente.
- Industrial Automation: Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen. Dazu zählen Montagelinien, chemische Anlagen, Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.
- Automotive Electronics: Die Lösungen ermöglichen es Ingenieuren und Werkstätten, die Elektronik von PKW/LKW in der Entwicklungsphase/Produktion/bei der Reparatur zu testen und Fehler durch Datenauswertung zu erkennen.
- Die Lösungen im Segment Automotive kommen nicht im Fahrzeug selbst zum Einsatz, daher ergeben sich auch keine Rückruf-Risiken für die Gesellschaft.
- Softing fokussiert sich auf etablierte Standards und erreicht dadurch eine Abdeckung von ca. 70% des Marktes.

Wettbewerbsqualität

- Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander als auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei >50% aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.
- Durch Mitarbeit in internationalen Gremien, die Standards für den Austausch von Informationen festlegen, wird eine kurze Time to Market erreicht.
- Die hohe Komplexität der Geschäftstätigkeit von Softing DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

Umsatz nach Segmenten
 2015; in %


Quelle: Company

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
Umsatz	87,0	92,5	99,0	105,9	112,4	118,3	123,8	128,8	133,2	137,3	140,9	144,2	147,0	
Umsatzwachstum	5,7 %	6,3 %	7,0 %	7,0 %	6,1 %	5,3 %	4,6 %	4,0 %	3,5 %	3,0 %	2,6 %	2,3 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	6,8	8,1	9,8	10,1	10,7	11,2	11,8	12,2	12,7	13,0	13,4	13,7	14,0	
EBIT-Marge	7,8 %	8,7 %	9,9 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	9,5 %	
Steuerquote (EBT)	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %	
NOPAT	4,7	5,7	6,8	7,0	7,5	7,9	8,2	8,6	8,9	9,1	9,4	9,6	9,8	
Abschreibungen	5,2	5,2	4,9	6,9	7,3	7,7	8,0	8,4	8,7	8,9	9,2	9,4	9,6	
Abschreibungsquote	6,0 %	5,6 %	4,9 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,2	0,2	0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,0	1,5	0,9	0,4	1,4	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	
- Investitionen	4,1	4,1	4,2	7,1	7,5	7,9	8,3	8,6	8,9	9,2	9,4	9,7	9,9	
Investitionsquote	4,7 %	4,4 %	4,2 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	6,7 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,1	5,5	6,8	6,2	6,0	6,5	7,0	7,4	7,7	8,1	8,4	8,7	8,9	10
Barwert FCF	5,1	5,1	5,9	5,0	4,5	4,6	4,5	4,5	4,4	4,3	4,1	4,0	3,8	76
Anteil der Barwerte	11,87 %			32,21 %										55,92 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	16,00 %	Finanzielle Stabilität	1,25
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,25
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,25
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,25
		Sonstiges	1,25
WACC	7,37 %	Beta	1,25

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2028e	60		
Terminal Value	76		
Zinstr. Verbindlichkeiten	21		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	7,0
Eigenkapitalwert	122	Wert je Aktie (EUR)	17,51

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,47	8,4 %	13,53	13,80	14,09	14,40	14,74	15,10	15,50	1,47	8,4 %	11,59	12,53	13,46	14,40	15,34	16,27	17,21
1,36	7,9 %	14,75	15,08	15,44	15,82	16,24	16,70	17,20	1,36	7,9 %	12,77	13,79	14,80	15,82	16,84	17,85	18,87
1,30	7,6 %	15,43	15,80	16,20	16,63	17,10	17,62	18,19	1,30	7,6 %	13,45	14,51	15,57	16,63	17,69	18,75	19,81
1,25	7,4 %	16,17	16,58	17,03	17,51	18,04	18,63	19,28	1,25	7,4 %	14,18	15,29	16,40	17,51	18,62	19,73	20,84
1,20	7,1 %	16,98	17,43	17,93	18,48	19,08	19,75	20,50	1,20	7,1 %	14,99	16,15	17,32	18,48	19,64	20,81	21,97
1,14	6,9 %	17,86	18,37	18,93	19,55	20,24	21,01	21,87	1,14	6,9 %	15,88	17,11	18,33	19,55	20,78	22,00	23,22
1,03	6,4 %	19,87	20,53	21,26	22,07	22,98	24,00	25,17	1,03	6,4 %	17,98	19,34	20,71	22,07	23,43	24,79	26,15

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

Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,5	4,3	3,8	4,5	4,7	5,7	6,8	
+ Abschreibung + Amortisation	3,3	3,2	4,2	5,3	5,2	5,2	4,9	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	3,5	3,9	4,0	3,3	3,1	3,1	3,2	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	3,3	3,7	4,3	6,7	6,9	7,8	8,6	
Free Cash Flow Yield Potential	13,8 %	6,8 %	3,6 %	6,6 %	6,2 %	7,1 %	8,1 %	
WACC	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	
= Enterprise Value (EV)	24,2	53,7	119,1	101,6	112,2	109,4	105,5	
= Fair Enterprise Value	45,4	49,6	58,5	90,8	93,6	105,6	116,6	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	12,0	12,0	12,0	12,0	8,1	5,0	1,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	1,9	1,9	1,9	1,9	2,1	2,3	2,5	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	31,5	35,7	44,6	76,9	83,4	98,3	113,1	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	4,53	5,13	6,41	11,05	11,99	14,12	16,25	
Premium (-) / Discount (+) in %					-18,2 %	-3,7 %	10,8 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,37 %	2,64	3,07	3,98	7,28	8,10	9,73	11,40
	9,37 %	3,14	3,61	4,62	8,27	9,12	10,88	12,67
	8,37 %	3,75	4,28	5,41	9,50	10,38	12,31	14,25
WACC	7,37 %	4,53	5,13	6,41	11,05	11,99	14,12	16,25
	6,37 %	5,56	6,24	7,73	13,10	14,10	16,50	18,88
	5,37 %	6,96	7,78	9,55	15,91	17,00	19,77	22,48
	4,37 %	9,01	10,02	12,19	20,01	21,22	24,54	27,74

- Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.
- Die Ergebnisqualität hat sich über die letzten Jahre deutlich verbessert.
- Zunehmender Anteil von Software-Umsätzen sollte sich positiv auf den FCF-Value auswirken.

Wertermittlung

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
KBV	1,6 x	2,5 x	2,7 x	2,1 x	2,2 x	2,1 x	1,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,43	2,62	-0,60	0,00	0,72	1,36	2,11
EV / Umsatz	0,5 x	1,0 x	1,6 x	1,2 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x
EV / EBITDA	2,9 x	5,7 x	11,8 x	9,4 x	9,4 x	8,2 x	7,2 x
EV / EBIT	4,9 x	8,7 x	20,2 x	18,6 x	16,5 x	13,5 x	10,8 x
EV / EBIT adj.*	5,8 x	11,7 x	19,2 x	18,6 x	14,8 x	12,3 x	10,0 x
Kurs / FCF	11,0 x	72,4 x	99,3 x	20,8 x	20,3 x	18,7 x	14,9 x
KGV	9,9 x	15,0 x	26,3 x	19,4 x	21,9 x	18,1 x	15,0 x
KGV ber.*	9,9 x	15,0 x	26,3 x	19,4 x	21,9 x	18,1 x	15,0 x
Dividendenrendite	4,6 %	3,4 %	1,6 %	1,2 %	2,4 %	2,7 %	2,7 %
Free Cash Flow Yield Potential	13,8 %	6,8 %	3,6 %	6,6 %	6,2 %	7,1 %	8,1 %
*Adjustiert um:	-						

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Auftragseingang	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
book-to-bill	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Auftragsbestand	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

GuV

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz	49,4	52,6	74,5	82,3	87,0	92,5	99,0
Veränd. Umsatz yoy	20,0 %	6,4 %	41,8 %	10,4 %	5,7 %	6,3 %	7,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	3,2	4,0	3,9	2,8	3,2	3,2	3,2
Gesamterlöse	52,6	56,5	78,5	85,1	90,2	95,7	102,2
Materialaufwand	14,9	15,2	27,4	31,9	30,5	31,9	33,7
Rohertrag	37,7	41,3	51,1	53,2	59,8	63,8	68,5
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>76,3 %</i>	<i>78,7 %</i>	<i>68,5 %</i>	<i>64,7 %</i>	<i>68,7 %</i>	<i>69,0 %</i>	<i>69,2 %</i>
Personalaufwendungen	23,6	25,8	32,1	33,6	37,0	39,0	41,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,7	0,8	2,8	0,8	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,8	6,8	9,7	11,7	11,6	12,3	13,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,3	9,4	10,1	10,8	12,0	13,3	14,7
<i>Marge</i>	<i>16,7 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>13,5 %</i>	<i>13,1 %</i>	<i>13,8 %</i>	<i>14,4 %</i>	<i>14,8 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,5	0,6	0,8	0,7	0,7	0,4
EBITA	7,8	8,9	9,5	10,0	11,3	12,6	14,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,9	2,7	3,7	4,5	4,5	4,5	4,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,9	6,2	5,9	5,5	6,8	8,1	9,8
<i>Marge</i>	<i>10,0 %</i>	<i>11,8 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>9,9 %</i>
EBIT adj.	4,1	4,6	6,2	5,5	7,6	8,9	10,6
Zinserträge	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,2	0,2	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,9	6,2	5,6	5,2	6,7	8,1	9,8
<i>Marge</i>	<i>10,0 %</i>	<i>11,7 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>7,7 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>9,9 %</i>
Steuern gesamt	1,4	1,9	1,8	0,7	2,0	2,4	2,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,5	4,3	3,8	4,5	4,7	5,7	6,8
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,5	4,3	3,8	4,5	4,7	5,7	6,8
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	3,5	4,3	3,8	4,5	4,7	5,7	6,8
<i>Marge</i>	<i>7,1 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>6,9 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	5,9	6,3	6,6	6,9	7,0	7,0	7,0
EPS	0,59	0,69	0,58	0,65	0,67	0,81	0,98
EPS adj.	0,59	0,69	0,58	0,65	0,67	0,81	0,98

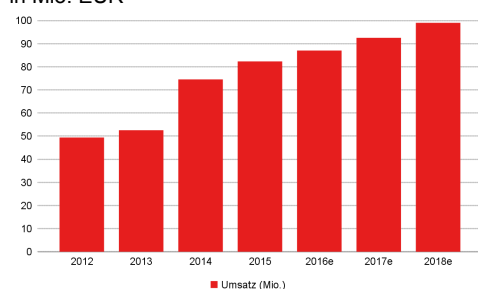
*Adjustiert um:

Guidance: 2015: Umsatz: > EUR 85 Mio.; operatives EBIT > EUR 7,5m**Kennzahlen**

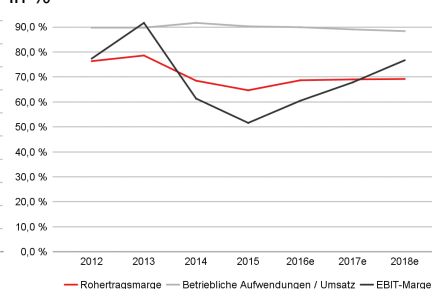
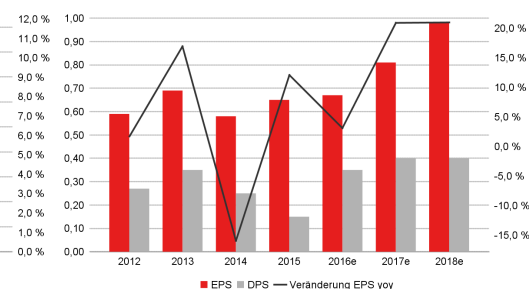
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,7 %	89,7 %	91,7 %	90,3 %	89,9 %	89,1 %	88,4 %
Operating Leverage	0,8 x	4,1 x	-0,1 x	-0,7 x	4,2 x	3,0 x	3,0 x
EBITDA / Interest expenses	33,7 x	45,7 x	23,3 x	33,3 x	59,9 x	132,9 x	146,7 x
Steuerquote (EBT)	29,0 %	30,2 %	32,3 %	14,0 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	45,8 %	51,1 %	43,4 %	23,2 %	52,1 %	49,2 %	40,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	166.851	155.936	181.345	191.744	193.333	203.297	217.582

Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

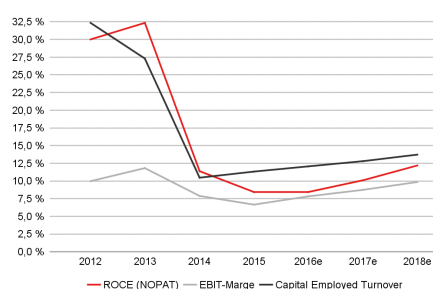
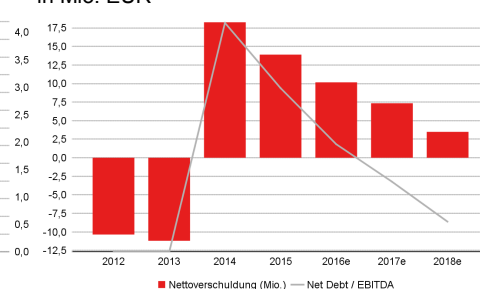
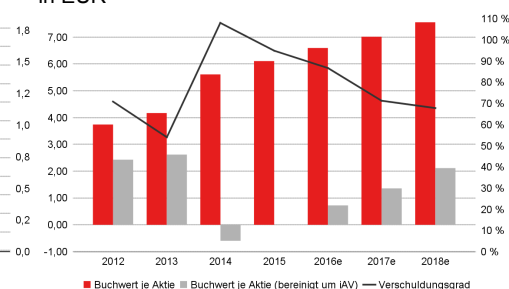
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,8	9,7	41,0	42,4	40,9	39,4	37,9
davon übrige imm. VG	0,6	0,5	22,2	23,1	21,9	20,7	19,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,4	14,5	15,2	15,2	15,2	15,2
Sachanlagen	1,4	1,4	1,9	2,4	2,8	3,2	4,0
Finanzanlagen	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	9,9	11,1	42,9	44,7	43,6	42,5	41,8
Vorräte	3,3	4,7	8,7	9,3	9,7	10,3	11,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	9,8	10,0	14,2	15,4	15,7	16,2	16,8
Liquide Mittel	12,6	12,9	8,8	9,2	12,7	10,7	14,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,3	1,5	2,4	3,8	3,8	3,8	3,8
Umlaufvermögen	28,0	29,1	34,1	37,7	41,9	41,0	46,4
Bilanzsumme (Aktiva)	37,9	40,2	77,0	82,5	85,6	83,6	88,2
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	6,4	6,4	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kapitalrücklage	4,4	4,4	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Gewinnrücklagen	12,1	15,6	18,0	23,1	27,8	33,5	40,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,8	-0,3	-0,2	0,0	-1,1	-3,9	-7,0
Buchwert	22,2	26,2	37,0	42,4	45,9	48,8	52,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	22,2	26,1	37,0	42,3	45,9	48,8	52,5
Rückstellungen gesamt	3,0	2,3	3,9	4,1	4,5	4,9	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,8	1,5	2,2	1,9	2,1	2,3	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,5	0,2	24,8	21,2	20,7	15,7	15,7
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	7,0	5,5	5,5	5,5	5,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,0	2,5	4,2	6,3	6,0	5,6	6,0
Sonstige Verbindlichkeiten	9,3	9,0	7,1	8,5	8,5	8,5	8,5
Verbindlichkeiten	15,7	14,1	40,0	40,1	39,8	34,8	35,7
Bilanzsumme (Passiva)	37,9	40,2	77,0	82,5	85,6	83,6	88,2

Kennzahlen

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,2 x	3,9 x	3,6 x	4,0 x	3,9 x	3,8 x	3,8 x
Capital Employed Turnover	4,2 x	3,5 x	1,3 x	1,5 x	1,6 x	1,6 x	1,8 x
ROA	35,6 %	38,9 %	8,9 %	10,0 %	10,7 %	13,3 %	16,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	30,0 %	32,4 %	11,4 %	8,4 %	8,5 %	10,1 %	12,2 %
ROE	17,8 %	17,9 %	12,0 %	11,3 %	10,6 %	12,0 %	13,5 %
Adj. ROE	17,8 %	17,9 %	12,0 %	11,3 %	10,6 %	12,0 %	13,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-10,4	-11,2	18,3	13,9	10,2	7,3	3,5
Nettofinanzverschuldung	-12,1	-12,7	16,1	12,0	8,1	5,0	1,0
Net Gearing	-46,7 %	-42,9 %	49,4 %	32,8 %	22,2 %	15,0 %	6,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	159,4 %	112,0 %	67,3 %	37,9 %	6,7 %
Buchwert je Aktie	3,7	4,2	5,6	6,1	6,6	7,0	7,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,4	2,6	-0,6	0,0	0,7	1,4	2,1

Entwicklung ROCE**Nettoverschuldung**
in Mio. EUR**Buchwert je Aktie**
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

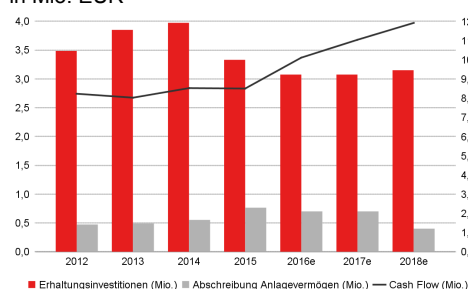
In EUR Mio.	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,5	4,3	3,8	4,5	4,7	5,7	6,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,5	0,6	0,8	0,7	0,7	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,9	2,7	3,7	4,5	4,5	4,5	4,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,4	0,7	0,5	-1,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	8,2	8,0	8,5	8,5	10,1	11,1	11,9
Veränderung Vorräte	0,3	-1,3	-1,6	-0,6	-0,4	-0,6	-0,7
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,8	-0,2	-0,7	-1,2	-0,3	-0,5	-0,6
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,1	-0,4	-0,9	1,7	-0,3	-0,4	0,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	-0,1	0,9	0,2	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,5	-2,0	-2,2	0,1	-1,0	-1,5	-0,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	7,8	6,0	6,3	8,6	9,1	9,6	11,0
Investitionen in iAV	-3,9	-4,6	-3,9	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0
Investitionen in Sachanlagen	-0,7	-0,5	-1,4	-1,7	-1,1	-1,1	-1,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-21,9	-1,3	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-4,4	-4,9	-26,4	-5,8	-4,1	-4,1	-4,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,2	0,0	10,6	-1,7	-0,5	-5,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,4	-1,7	-1,3	-1,7	-1,0	-2,4	-2,8
Erwerb eigener Aktien	0,0	1,3	0,5	1,1	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	3,5	0,0	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,9	-0,5	17,0	-2,6	-1,5	-7,4	-2,8
Veränderung liquide Mittel	4,2	0,6	-3,1	0,3	3,5	-2,0	4,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	11,5	12,1	9,1	9,2	12,7	10,7	14,8

Kennzahlen

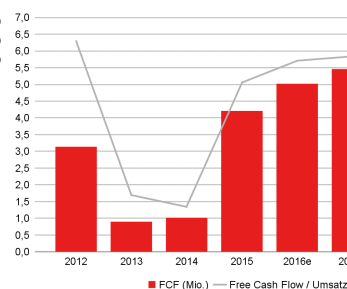
	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Kapitalfluss							
FCF	3,1	0,9	1,0	4,2	5,0	5,5	6,8
Free Cash Flow / Umsatz	6,4 %	1,7 %	1,4 %	5,1 %	5,8 %	5,9 %	6,9 %
Free Cash Flow Potential	3,3	3,7	4,3	6,7	6,9	7,8	8,6
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	89,3 %	20,8 %	26,7 %	93,8 %	107,4 %	96,5 %	100,0 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,4 %	1,2 %	1,5 %	0,6 %	0,9 %	0,9 %	0,8 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	21,9 %	56,9 %	3,5 %	1,4 %	1,0 %	0,5 %	0,6 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	9,4 %	9,8 %	7,1 %	5,4 %	4,7 %	4,4 %	4,2 %
Maint. Capex / Umsatz	7,1 %	7,3 %	5,3 %	4,0 %	3,5 %	3,3 %	3,2 %
CAPEX / Abschreibungen	139,1 %	162,5 %	125,8 %	84,1 %	78,8 %	78,8 %	85,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	19,6 %	21,3 %	20,8 %	22,6 %	21,7 %	21,8 %	21,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	333,8 %	396,0 %	339,9 %	244,0 %	261,7 %	289,3 %	280,0 %
Vorratsumschlag	4,5 x	3,3 x	3,1 x	3,4 x	3,1 x	3,1 x	3,1 x
Receivables collection period (Tage)	73	70	70	68	66	64	62
Payables payment period (Tage)	72	61	56	72	72	64	65
Cash conversion cycle (Tage)	26	73	83	54	65	74	74

Investitionen und Cash Flow

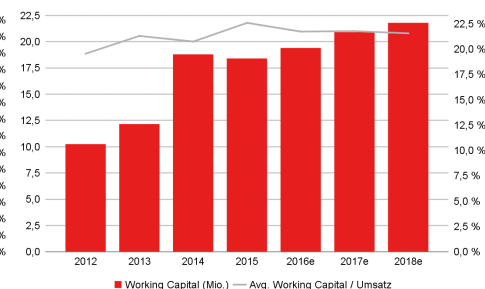
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

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

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

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

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

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

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

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

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

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Softing	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

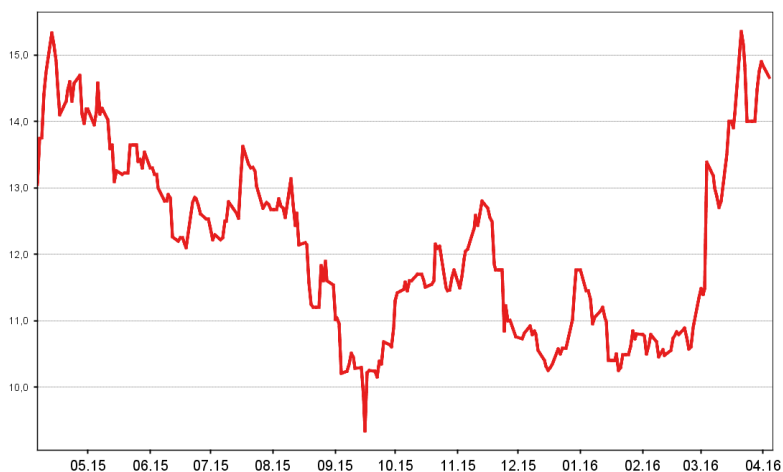
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	118	62
Halten	63	33
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	189	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	23	74
Halten	7	23
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	31	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [05.04.2016]


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

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

RESEARCH

Michael Heider +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

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

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

Jens Buchmüller +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

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

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

SALES TRADING

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

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

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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

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

Our research can be found under:

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

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

For access please contact:

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

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