Softing

(CDAX, Technology)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 14,00	(EUR 17,50)
Kurs	EUR 10,48
Upside	33,6 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	14,00
FCF-Value Potential 19e:	12,10

Aktien Daten:	
Bloomberg:	SYT GR
Reuters:	SYTG
ISIN:	DE0005178008

Beschreibung:
Soft- und hardware für Datenaustausch in industriellen Anlagen und der Fahrzeugelektronik

Markt Snapshot:	EUR Mio.
Marktkapitalisierung:	72,9
Aktienanzahl (Mio.):	7,0
EV:	80,5
Freefloat MC:	54,0
Ø Trad. Vol. (30T):	146,20

Aktionäre:	
Freefloat	74,0 %
Trier Asset Mgmt	26,0 %

Risikoprofil (WRe):	2017e
Beta:	1,3
KBV:	1,4 x
EK-Quote:	63 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	0,5 x
Net Debt / EBITDA:	0,7 x

Markttrends intakt trotz schwachem Jahr; Schätzungen und Kursziel gesenkt

Die Q4-Zahlen des Unternehmens sind hinter den Erwartungen zurückgeblieben (siehe nächste Seite). Dies hat sich vor allem im Umsatz widergespiegelt und ist auf eine ungewöhnliche Q4-Schwäche im Segment **Industrial Automation** zurückzuführen. Wir führen die Schwäche auf die Tochter OLDI (Mitte 2014 akquiriert) zurück, die Rockwell als Entwicklungspartner dient. Dementsprechend ist der US-Umsatz in 2016 um 4% zurückgegangen. Während dies einen negativen Effekt auf die operative Entwicklung des Konzerns hatte, konnte Softing seine Kaufpreisverbindlichkeiten um ca. EUR 4 Mio. reduzieren. Daher wurden unsere Ergebnisschätzungen erreicht. Das Segment **Automotive** war durch die Fertigstellung von zwei umfangreichen Entwicklungsprojekten belastet, sodass Entwickler und Automotive-Experten nicht umsatzgenerierend in Kundenprojekten eingesetzt werden konnten. Da die entsprechend höheren F&E-bezogenen Aufwendungen nicht vollständig aktiviert wurden, wurde das Ergebnis ebenfalls negativ beeinflusst. Diese F&E-Entwicklungen repräsentieren jedoch die Vorbereitung auf künftiges Wachstum und sollten in den kommenden Quartalen monetarisiert werden. Trotz eines schwachen 2016 bleiben die langfristigen Wachstumstreiber der beiden Segmente intakt, sodass Softing eine Möglichkeit bietet, in die Themen IoT oder die voranschreitende Elektrifizierung des Automobils zu investieren.

- Im Segment **Industrial Automation** richten sich Softings Komponenten und Tools an OEM im Bereich Fabrikautomation und in der Prozessindustrie. In diesen Anlagen tauschen z.B. Steuerungsgeräte und Sensoren basierend auf definierten Protokollen Daten aus. Anlagen in der Prozessindustrie (z.B. eine Raffinerie) haben oft tausende von Datenpunkten, die miteinander oder mit Kontrollzentren kommunizieren. Da sich das Geschäft mit Kunden aus der Prozessindustrie in 2017 erholen sollte, sollte dieses Segment wieder zu Wachstum zurückkehren. Zudem wird es durch ein zweistelliges Wachstum von IT-Networks unterstützt. Diese Tochtergesellschaft profitiert von technologisch führenden Produkten wie z.B. den CAT 8 Kabeltestern.
- Im Segment **Automotive Electronics** fokussieren sich die Kommunikationslösungen auf die Programmierung und Diagnose von elektronischen Steuerungseinheiten (ECUs) in Pkw, Lkw, Landmaschinen oder Wohnmobilen. Mittel- und Oberklassewagen können 80 oder sogar 100 ECUs und fünf Netzwerke enthalten (zum Vergleich haben die meisten Büros nur ein einziges). Die Lösungen von Softing decken einen Großteil des Lebenszyklus eines Fahrzeugs ab, einschließlich der Entwicklung, der Prototypentests, der Vermessung, der Produktionsprozesse und After Sales. Da keines von Softings Produkten in einem Fahrzeug installiert wird, werden Risiken für Produktrückrufe vermieden.

Angesichts der intakten strukturellen Wachstumstreiber, der Annahme einer Rückkehr zu einem Wachstum in 2017 und dem Kurspotenzial zu unserem Kursziel von EUR 14, wird die Kaufempfehlung bestätigt.

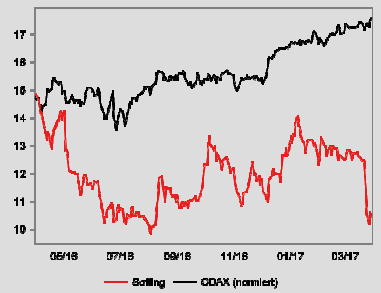
.

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2017e (alt)	+ / -	2018e (alt)	+ / -	2019e (alt)	+ / -
Umsatz	92,5	-9,2 %	99,0	-10,1 %	n.a.	n.m.
EBITDA	13,3	-14,0 %	14,7	-17,5 %	n.a.	n.m.
EBIT	8,1	-23,0 %	9,8	-26,3 %	n.a.	n.m.
EPS	0,81	-22,2 %	0,98	-26,5 %	n.a.	n.m.

Kommentar zu den Änderungen:

- Die Schätzungen wurden gesenkt. Da das Modell vorwärtsgerollt wird, fällt die Anpassung des Kursziels nicht so ausgeprägt aus wie die Anpassung der Schätzung. Während das Sentiment durch die schwächere operative Entwicklung in Q4 belastet wird, versprechen jüngste Insiderkäufe eine gewisse Sicherheit bezüglich der operativen Entwicklung in 2017.



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-19,2 %
6 Monate:	-29,2 %
Jahresverlauf:	-24,6 %
Letzte 12 Monate:	-46,1 %

Unternehmenstermine:	
02.05.17	Q1
03.05.17	HV
14.08.17	Q2
02.11.17	Q3

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-19e)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	5,0 %	52,6	74,5	82,3	80,4	84,0	89,0	93,0
Veränd. Umsatz yoy		6,4 %	41,8 %	10,4 %	-2,3 %	4,4 %	6,0 %	4,5 %
Rohertragsmarge		*78,7 %*	*68,5 %*	*64,7 %*	*66,6 %*	*68,8 %*	*68,9 %*	*68,6 %*
EBITDA	2,7 %	9,4	10,1	10,8	12,3	11,4	12,1	13,3
Marge		*17,8 %*	*13,5 %*	*13,1 %*	*15,2 %*	*13,6 %*	*13,6 %*	*14,3 %*
EBIT	5,3 %	6,2	5,9	5,5	7,2	6,2	7,2	8,4
Marge		*11,8 %*	*7,9 %*	*6,6 %*	*8,9 %*	*7,4 %*	*8,1 %*	*9,0 %*
EBIT adj.	11,6 %	4,6	6,2	6,7	6,6	7,0	8,0	9,2
Nettoergebnis	0,9 %	4,3	3,8	4,5	5,7	4,4	5,0	5,9
EPS	0,8 %	0,69	0,58	0,65	0,82	0,63	0,72	0,84
DPS	14,5 %	0,35	0,25	0,15	0,20	0,22	0,25	0,30
Dividendenrendite		3,4 %	1,6 %	1,2 %	1,7 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %
FCFPS		0,14	0,15	0,61	0,56	0,32	0,48	0,58
FCF / Marktkap.		1,4 %	1,0 %	4,8 %	4,8 %	3,1 %	4,6 %	5,5 %
EV / Umsatz		1,0 x	1,6 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA		5,7 x	11,8 x	9,4 x	7,3 x	7,0 x	6,5 x	5,8 x
EV / EBIT		8,7 x	20,2 x	18,6 x	12,6 x	12,9 x	10,9 x	9,1 x
EV / EBIT adj.		11,7 x	19,2 x	15,1 x	13,7 x	11,4 x	9,9 x	8,4 x
KGV		15,0 x	26,3 x	19,4 x	14,3 x	16,6 x	14,6 x	12,5 x
FCF Yield Potential		6,8 %	3,6 %	6,6 %	7,5 %	6,7 %	7,2 %	8,5 %
Nettoverschuldung		-11,2	18,3	13,9	8,3	7,5	5,9	3,6
ROCE (NOPAT)		32,4 %	11,4 %	8,4 %	10,5 %	7,7 %	8,6 %	9,7 %
Guidance:		2017: Umsatz > EUR 80 Mio.; EBIT ca. EUR 6 Mio.						

Analyst/-in
Andreas Wolf
awolf@warburg-research.com
+49 40 309537-140

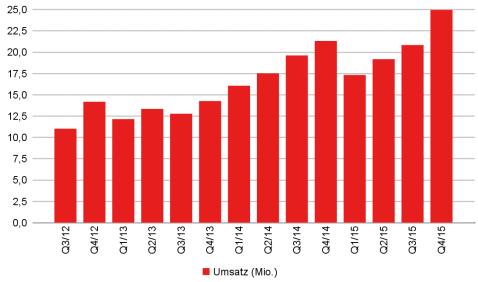
Berichtete Kennzahlen Q4/2016:

in EUR m	Q4/16	Q4/16e	Δ WRe	Q4/15	yoy	2016	2016e	2015	yoy
Sales	**21.5**	26.0	-17.2%	**25.0**	-13.8%	80.4	54.0	82.3	-2.3%
EBITDA	5.8	5.5	5.2%	3.8	53.4%	12.3	7.6	10.8	14.0%
margin	*26.9%*	*21.2%*		*15.1%*		*15.2%*	*9.7%*	*13.1%*	
EBIT	4.7	4.3	8.9%	2.4	98.1%	7.2	6.0	5.5	30.9%
margin	*21.8%*	*16.5%*		*9.5%*		*8.9%*	*7.7%*	*6.6%*	
Industrial	15.5	16.2	-4.4%	16.3	-4.7%	57.6		58.7	-1.8%
Automotive	6.0	4.4	37.1%	8.7	-30.7%	22.8		23.6	-3.4%

Kommentar zu den Kennzahlen:

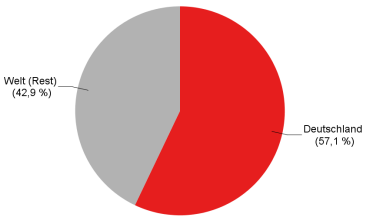
- Die Verfehlung der Umsatzschätzungen war in erster Linie auf das Segment **Industrial Automation** und die Schwäche der US-Tochtergesellschaft OLDI zurückzuführen.
- Das Segment **Automotive Electronics** war erfolgreich mit Kunden aus dem Bereich Heavy Duty Diesel. Der Verkauf eines hochmargigen Produkts für einen Automobilhersteller im Vorjahr konnte jedoch nicht wiederholt werden.
- Das operative EBIT (d.h. bereinigt um F&E-Aktivierung von EUR 4,5 Mio. im Jahr 2016 sowie um die entsprechende Abschreibung) ging um EUR 0,4 Mio. auf EUR 6,7 Mio. zurück. Für 2017 erwarten wir eine geringere Aktivierung.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



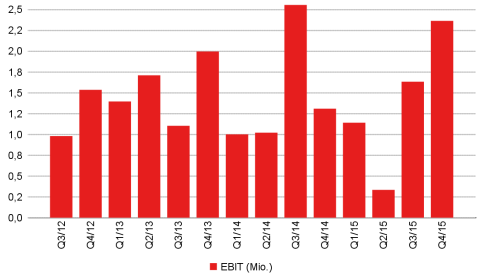
Quelle: Company

Umsatz nach Regionen
2016; in %



Quelle: Company

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Company

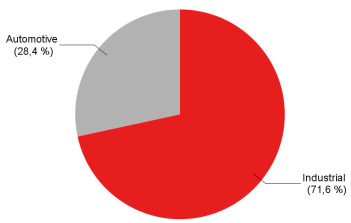
Unternehmenshintergrund

- 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
2016; in %



Source: Company

Quelle: Company

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Umsatz	84,0	89,0	93,0	96,7	100,4	103,9	107,4	110,7	114,0	117,1	120,1	123,1	125,5	
Umsatzwachstum	*4,4 %*	*6,0 %*	*4,5 %*	*4,0 %*	*3,8 %*	*3,5 %*	*3,3 %*	*3,1 %*	*2,9 %*	*2,8 %*	*2,6 %*	*2,4 %*	*2,0 %*	*2,0 %*
EBIT	6,2	7,2	8,4	8,7	9,0	9,4	9,7	10,0	10,3	10,5	10,8	11,1	11,3	
EBIT-Marge	*7,4 %*	*8,1 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	*9,0 %*	
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	4,4	5,0	5,9	6,1	6,3	6,5	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	7,9	
Abschreibungen	5,2	4,9	4,9	6,3	6,5	6,8	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	
Abschreibungsquote	*6,2 %*	*5,5 %*	*5,3 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	*6,5 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,8	1,1	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	
- Investitionen	5,6	5,7	5,7	6,5	6,7	7,0	7,2	7,4	7,6	7,8	8,0	8,2	8,4	
Investitionsquote	*6,7 %*	*6,4 %*	*6,1 %*	*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)	2,2	3,3	4,0	4,7	5,4	5,7	5,9	6,1	6,3	6,5	6,7	6,9	7,2	8
Barwert FCF	2,2	3,1	3,5	3,8	4,1	4,0	3,8	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2	3,1	61
Anteil der Barwerte	8,34 %			33,96 %										57,70 %

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 2029e	45		
Terminal Value	61		
Zinstr. Verbindlichkeiten	17		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	7,0
Eigenkapitalwert	**98**	**Wert je Aktie (EUR)**	**14,05**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	**2,00 %**	2,25 %	2,50 %	2,75 %
1,47	8,4 %	10,84	11,06	11,29	11,54	11,81	12,10	12,42
1,36	7,9 %	11,82	12,09	12,38	12,69	13,02	13,39	13,80
1,30	7,6 %	12,37	12,67	12,99	13,34	13,72	14,13	14,59
1,25	7,4 %	12,97	13,30	13,66	**14,05**	14,48	14,95	15,48
1,20	7,1 %	13,62	13,99	14,39	14,83	15,32	15,86	16,46
1,14	6,9 %	14,33	14,74	15,19	15,70	16,25	16,87	17,56
1,03	6,4 %	15,95	16,48	17,07	17,72	18,46	19,28	20,23

		Delta EBIT-Marge						
Beta	WACC	-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 %	9,08	9,90	10,72	11,54	12,36	13,18	14,00
1,36	7,9 %	10,03	10,91	11,80	12,69	13,57	14,46	15,35
1,30	7,6 %	10,56	11,49	12,41	13,34	14,26	15,19	16,11
1,25	7,4 %	11,15	12,12	13,08	**14,05**	15,02	15,98	16,95
1,20	7,1 %	11,79	12,81	13,82	14,83	15,84	16,86	17,87
1,14	6,9 %	12,51	13,57	14,63	15,70	16,76	17,82	18,89
1,03	6,4 %	14,18	15,36	16,54	17,72	18,91	20,09	21,27

- 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.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
	Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,3	3,8	4,5	5,7	4,4	5,0	5,9
+	Abschreibung + Amortisation	3,2	4,2	5,3	5,1	5,2	4,9	4,9
-	Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
-	Erhaltungsinvestitionen	3,9	4,0	3,3	4,2	4,2	4,3	4,3
+	Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
=	**Free Cash Flow Potential**	**3,7**	**4,3**	**6,7**	**6,8**	**5,4**	**5,7**	**6,5**
	Free Cash Flow Yield Potential	6,8 %	3,6 %	6,6 %	7,5 %	6,7 %	7,2 %	8,5 %
	WACC	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %
=	**Enterprise Value (EV)**	**53,7**	**119,1**	**101,6**	**90,0**	**80,5**	**78,9**	**76,5**
=	**Fair Enterprise Value**	**49,6**	**58,5**	**90,8**	**92,2**	**72,6**	**76,8**	**87,8**
-	Nettoverschuldung (Liquidität)	6,1	6,1	6,1	6,1	5,2	3,4	1,1
-	Pensionsverbindlichkeiten	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,5	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**	**41,3**	**50,2**	**82,5**	**83,9**	**65,1**	**70,8**	**84,2**
	Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
=	**Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)**	**5,93**	**7,22**	**11,86**	**12,05**	**9,35**	**10,18**	**12,10**
	Premium (-) / Discount (+) in %					-10,8 %	-2,9 %	15,5 %
	Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
	10,37 %	3,87	4,79	8,08	8,22	6,33	6,99	8,45
	9,37 %	4,41	5,42	9,07	9,23	7,12	7,82	9,41
	8,37 %	5,08	6,21	10,30	10,47	8,10	8,86	10,59
WACC	**7,37 %**	**5,93**	**7,22**	**11,86**	**12,05**	**9,35**	**10,18**	**12,10**
	6,37 %	7,05	8,54	13,91	14,13	10,99	11,91	14,08
	5,37 %	8,58	10,35	16,72	16,98	13,23	14,28	16,80
	4,37 %	10,82	12,99	20,82	21,14	16,51	17,75	20,76

- 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

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
KBV	2,5 x	2,7 x	2,1 x	1,7 x	1,4 x	1,4 x	1,3 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,55	-0,57	0,00	0,55	0,95	1,42	2,01
EV / Umsatz	1,0 x	1,6 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA	5,7 x	11,8 x	9,4 x	7,3 x	7,0 x	6,5 x	5,8 x
EV / EBIT	8,7 x	20,2 x	18,6 x	12,6 x	12,9 x	10,9 x	9,1 x
EV / EBIT adj.*	11,7 x	19,2 x	15,1 x	13,7 x	11,4 x	9,9 x	8,4 x
Kurs / FCF	72,4 x	99,3 x	20,8 x	20,9 x	32,7 x	21,9 x	18,0 x
KGV	15,0 x	26,3 x	19,4 x	14,3 x	16,6 x	14,6 x	12,5 x
KGV ber.*	15,0 x	26,3 x	19,4 x	14,3 x	16,6 x	14,6 x	12,5 x
Dividendenrendite	3,4 %	1,6 %	1,2 %	1,7 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %
Free Cash Flow Yield Potential	6,8 %	3,6 %	6,6 %	7,5 %	6,7 %	7,2 %	8,5 %

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
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.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	**52,6**	**74,5**	**82,3**	**80,4**	**84,0**	**89,0**	**93,0**
Veränd. Umsatz yoy	6,4 %	41,8 %	10,4 %	-2,3 %	4,4 %	6,0 %	4,5 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	4,0	3,9	2,8	4,5	3,2	3,2	3,2
Gesamterlöse	**56,5**	**78,5**	**85,1**	**84,9**	**87,2**	**92,2**	**96,2**
Materialaufwand	15,2	27,4	31,9	31,4	29,4	30,9	32,4
Rohertrag	**41,3**	**51,1**	**53,2**	**53,6**	**57,8**	**61,3**	**63,8**
Rohertragsmarge	*78,7 %*	*68,5 %*	*64,7 %*	*66,6 %*	*68,8 %*	*68,9 %*	*68,6 %*
Personalaufwendungen	25,8	32,1	33,6	35,1	36,0	38,0	39,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	0,8	2,8	5,3	0,8	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,8	9,7	11,7	11,5	11,2	12,0	12,4
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**9,4**	**10,1**	**10,8**	**12,3**	**11,4**	**12,1**	**13,3**
Marge	*17,8 %*	*13,5 %*	*13,1 %*	*15,2 %*	*13,6 %*	*13,6 %*	*14,3 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,6	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4
EBITA	**8,9**	**9,5**	**10,0**	**11,4**	**10,7**	**11,7**	**12,9**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,7	3,7	4,5	4,3	4,5	4,5	4,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**6,2**	**5,9**	**5,5**	**7,2**	**6,2**	**7,2**	**8,4**
Marge	*11,8 %*	*7,9 %*	*6,6 %*	*8,9 %*	*7,4 %*	*8,1 %*	*9,0 %*
EBIT adj.	**4,6**	**6,2**	**6,7**	**6,6**	**7,0**	**8,0**	**9,2**
Zinserträge	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,2	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**6,2**	**5,6**	**5,2**	**7,0**	**6,2**	**7,2**	**8,4**
Marge	*11,7 %*	*7,5 %*	*6,3 %*	*8,7 %*	*7,4 %*	*8,1 %*	*9,0 %*
Steuern gesamt	1,9	1,8	0,7	1,3	1,9	2,2	2,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**4,3**	**3,8**	**4,5**	**5,7**	**4,4**	**5,0**	**5,9**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**4,3**	**3,8**	**4,5**	**5,7**	**4,4**	**5,0**	**5,9**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**4,3**	**3,8**	**4,5**	**5,7**	**4,4**	**5,0**	**5,9**
Marge	*8,2 %*	*5,1 %*	*5,4 %*	*7,1 %*	*5,2 %*	*5,7 %*	*6,3 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,3	6,6	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0
EPS	**0,69**	**0,58**	**0,65**	**0,82**	**0,63**	**0,72**	**0,84**
EPS adj.	0,69	0,58	0,65	0,82	0,63	0,72	0,84

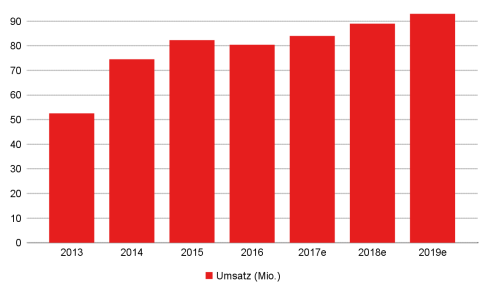
*Adjustiert um:

Guidance: 2017: Umsatz > EUR 80 Mio.; EBIT ca. EUR 6 Mio.

Kennzahlen

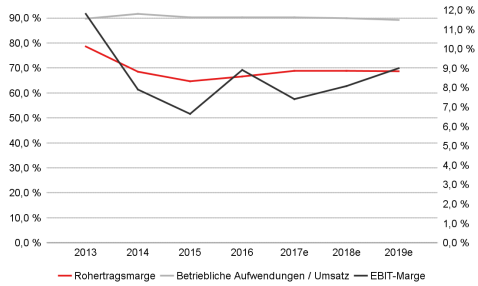
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,7 %	91,7 %	90,3 %	90,4 %	90,2 %	90,0 %	89,2 %
Operating Leverage	4,1 x	-0,1 x	-0,7 x	-13,5 x	-2,9 x	2,6 x	3,6 x
EBITDA / Interest expenses	45,7 x	23,3 x	33,3 x	49,4 x	114,3 x	121,0 x	132,7 x
Steuerquote (EBT)	30,2 %	32,3 %	14,0 %	18,1 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	51,1 %	43,4 %	23,2 %	24,4 %	35,1 %	34,5 %	35,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	155.936	181.345	191.744	178.720	184.615	195.604	204.396

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



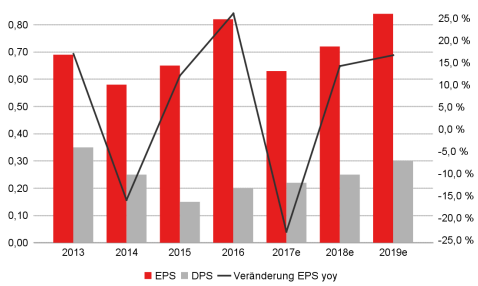
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

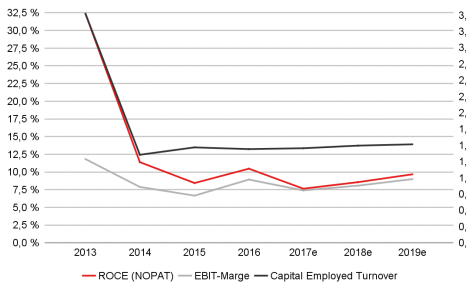
Bilanz

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,7	41,0	42,4	43,8	43,8	43,8	43,8
davon übrige imm. VG	0,5	22,2	23,1	22,4	21,3	20,3	19,2
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	14,5	15,2	15,5	15,5	15,5	15,5
Sachanlagen	1,4	1,9	2,4	2,3	2,7	3,5	4,3
Finanzanlagen	0,0	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	**11,1**	**42,9**	**44,7**	**46,0**	**46,4**	**47,2**	**48,0**
Vorräte	4,7	8,7	9,3	9,2	9,5	10,1	10,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,0	14,2	15,4	12,6	13,3	14,1	14,8
Liquide Mittel	12,9	8,8	9,2	10,9	7,1	8,9	11,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,5	2,4	3,8	4,2	4,2	4,2	4,2
Umlaufvermögen	**29,1**	**34,1**	**37,7**	**36,9**	**34,1**	**37,3**	**40,8**
Bilanzsumme (Aktiva)	**40,2**	**77,0**	**82,5**	**82,9**	**80,5**	**84,6**	**88,9**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	6,4	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kapitalrücklage	4,4	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Gewinnrücklagen	15,6	18,0	23,1	28,4	32,7	37,8	43,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-1,6	-3,3	-5,1
Buchwert	26,2	37,0	42,4	47,6	50,4	53,7	57,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	**26,1**	**37,0**	**42,3**	**47,6**	**50,3**	**53,6**	**57,8**
Rückstellungen gesamt	2,3	3,9	4,1	4,7	4,9	5,4	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,5	2,2	1,9	2,2	2,3	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,2	24,8	21,2	16,9	12,3	12,3	12,3
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	7,0	5,5	10,3	10,3	10,3	10,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,5	4,2	6,3	5,9	5,1	5,4	5,6
Sonstige Verbindlichkeiten	9,0	7,1	8,5	7,8	7,8	7,8	7,8
Verbindlichkeiten	**14,1**	**40,0**	**40,1**	**35,3**	**30,2**	**31,0**	**31,2**
Bilanzsumme (Passiva)	**40,2**	**77,0**	**82,5**	**82,9**	**80,5**	**84,6**	**88,9**

Kennzahlen

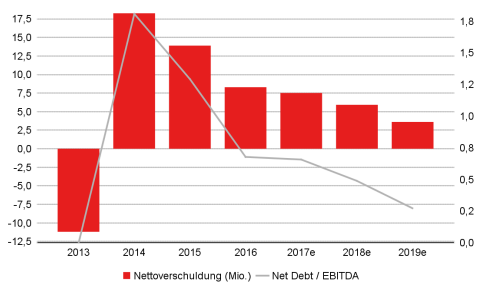
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,9 x	3,6 x	4,0 x	4,4 x	4,1 x	4,0 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	3,5 x	1,3 x	1,5 x	1,4 x	1,5 x	1,5 x	1,5 x
ROA	38,9 %	8,9 %	10,0 %	12,4 %	9,4 %	10,7 %	12,2 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	32,4 %	11,4 %	8,4 %	10,5 %	7,7 %	8,6 %	9,7 %
ROE	17,9 %	12,0 %	11,3 %	12,7 %	8,9 %	9,7 %	10,5 %
Adj. ROE	17,9 %	12,0 %	11,3 %	12,7 %	8,9 %	9,7 %	10,5 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-11,2	18,3	13,9	8,3	7,5	5,9	3,6
Nettofinanzverschuldung	-12,7	16,1	12,0	6,1	5,2	3,4	1,1
Net Gearing	-42,9 %	49,4 %	32,8 %	17,4 %	14,9 %	11,0 %	6,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	159,4 %	112,0 %	49,4 %	45,6 %	28,2 %	8,4 %
Buchwert je Aktie	4,1	5,3	6,1	6,8	7,2	7,7	8,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,6	-0,6	0,0	0,6	0,9	1,4	2,0

Entwicklung ROCE



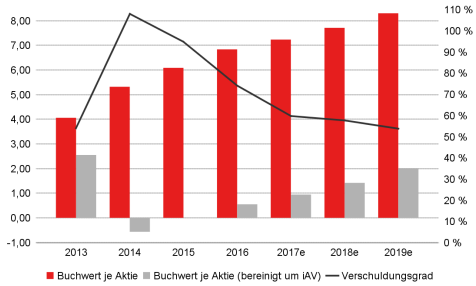
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

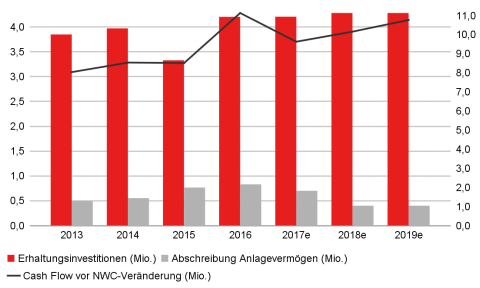
Cash flow

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,3	3,8	4,5	5,7	4,4	5,0	5,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,6	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,7	3,7	4,5	4,3	4,5	4,5	4,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,7	0,5	-1,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**8,0**	**8,5**	**8,5**	**11,1**	**9,6**	**10,1**	**10,8**
Veränderung Vorräte	-1,3	-1,6	-0,6	0,1	-0,3	-0,6	-0,5
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,2	-0,7	-1,2	2,8	-0,7	-0,8	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,4	-0,9	1,7	-0,8	-0,8	0,3	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,1	0,9	0,2	-3,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,0	-2,2	0,1	-1,6	-1,8	-1,1	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**6,0**	**6,3**	**8,6**	**9,5**	**7,8**	**9,0**	**9,8**
Investitionen in iAV	-4,6	-3,9	-2,8	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5
Investitionen in Sachanlagen	-0,5	-1,4	-1,7	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-21,9	-1,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-4,9**	**-26,4**	**-5,8**	**-6,5**	**-5,6**	**-5,7**	**-5,7**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	10,6	-1,7	-0,2	-4,6	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,7	-1,3	-1,7	-1,0	-1,4	-1,5	-1,7
Erwerb eigener Aktien	1,3	0,5	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**-0,5**	**17,0**	**-2,6**	**-1,4**	**-6,0**	**-1,5**	**-1,7**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**0,6**	**-3,1**	**0,3**	**1,6**	**-3,8**	**1,8**	**2,3**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	**12,1**	**9,1**	**9,2**	**10,9**	**7,1**	**8,9**	**11,2**

Kennzahlen

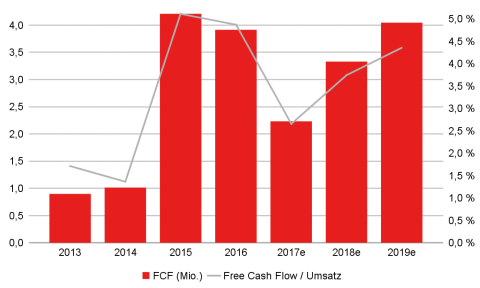
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitalfluss							
FCF	0,9	1,0	4,2	3,9	2,2	3,3	4,0
Free Cash Flow / Umsatz	1,7 %	1,4 %	5,1 %	4,9 %	2,7 %	3,7 %	4,3 %
Free Cash Flow Potential	3,7	4,3	6,7	6,8	5,4	5,7	6,5
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	20,8 %	26,7 %	93,8 %	68,6 %	51,2 %	66,0 %	69,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,2 %	1,5 %	0,6 %	0,6 %	1,1 %	1,2 %	1,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	56,9 %	3,5 %	1,4 %	1,3 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	9,8 %	7,1 %	5,4 %	7,0 %	6,7 %	6,4 %	6,1 %
Maint. Capex / Umsatz	7,3 %	5,3 %	4,0 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	4,6 %
CAPEX / Abschreibungen	162,5 %	125,8 %	84,1 %	110,0 %	107,9 %	116,6 %	116,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	21,3 %	20,8 %	22,6 %	21,3 %	20,0 %	20,5 %	20,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	396,0 %	339,9 %	244,0 %	214,0 %	260,8 %	261,1 %	264,3 %
Vorratsumschlag	3,3 x	3,1 x	3,4 x	3,4 x	3,1 x	3,1 x	3,1 x
Receivables collection period (Tage)	70	70	68	57	58	58	58
Payables payment period (Tage)	61	56	72	68	63	64	63
Cash conversion cycle (Tage)	73	83	54	56	73	74	75

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



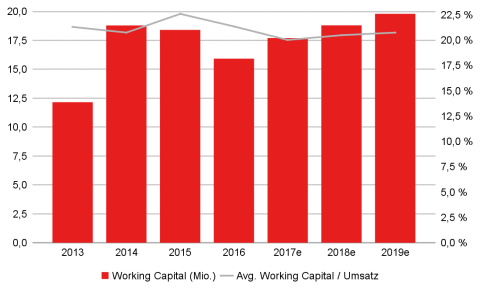
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) 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 genann-ten 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 WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958

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.

Es wurden 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 Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangen 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. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

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 gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DelVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf 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 Anlageempfehlung sind.

-3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.

-4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.

-5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.

-6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.

-6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.

-6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.

-6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.

-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, 6	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	120	61
Halten	68	35
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	**197**	**100**

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG …

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	27	71
Halten	8	21
Verkaufen	2	5
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	**38**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [30.03.2017]

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 Rüschmeier +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

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@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

Henrik Paganetty +49 40 309537-185
Telecommunications hpaganetty@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@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

Alexander Wahl +49 40 309537-230
Car Suppliers, Construction awahl@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, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

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

SALES TRADING

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

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@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

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	Thomson Reuters	www.thomsonreuters.com
Bloomberg	MMWA GO	Capital IQ	www.capitaliq.com
FactSet	www.factset.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