Softing

(CDAX, Technology)

WARBURG RESEARCH

Buy	
EUR 9,50	
Kurs	EUR 8,26
Upside	15,0 %

Wertindikatoren:	EUR
DCF:	10,40
FCF-Value Potential 21e:	9,10

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:	75,2
Aktienanzahl (Mio.):	9,1
EV:	92,1
Freefloat MC:	47,1
Ø Trad. Vol. (30T):	53,33 Tsd.

Aktionäre:	
Freefloat	62,6 %
Trier Asset Mgmt	22,4 %
Alois Widmann	15,0 %

Risikoprofil (WRe):	2019e
Beta:	1,3
KBV:	1,1 x
EK-Quote:	59 %
Net Fin. Debt / EBITDA:	1,2 x
Net Debt / EBITDA:	1,4 x

Q3 unterstützt GJ-Schätzungen und Guidance

Während die Q3-Zahlen von Softing etwas unter dem H1-Verlauf lagen, unterstützen die Ergebnisse die Erwartungen für das Geschäftsjahr. Im Quartalsvergleich ist der EBIT-Rückgang unter anderem auf geringere aktivierte Eigenleistungen zurückzuführen.

Trotz des verhaltenen Umfelds in den von Softing adressierten Märkten, war die Umsatzentwicklung positiv und wurde durch eine solide Nachfrage in den USA und Europa unterstützt. Das US-Geschäft erhielt etwas Rückenwind durch die jüngste Übernahme von Phoenix Digital, die zwar noch auf niedrigerem Niveau tätig ist, aber das Potenzial hat, einen Umsatz von rund EUR 3 Mio. zu erzielen, da seine Kommunikationsprodukte Anwendungen in Bereichen wie Industrial IoT ansprechen. Dieses Geschäft ist Teil des Segments **Industrial Automation**.

Softing - Q3 2019

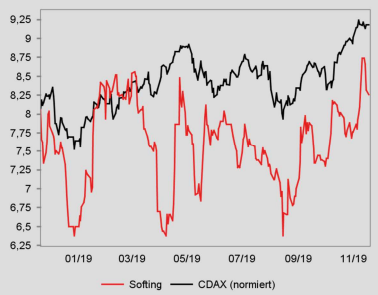
in EUR m	Q3/19	Q3/19e	Δ WRe	Q3/18	yoy	9M/19	9M/18	yoy
Sales	**22.3**	22.0	1.2%	**20.6**	8.1%	64.1	60.5	5.9%
EBIT	1.3	1.8	-26.9%	1.3	-16%	3.2	2.4	30.5%
margin	*5.9%*	*8.2%*		*6.5%*		*4.9%*	*4.0%*	
EPS in EUR	**0.13**	0.15	-13.3%	**0.12**	8.3%	0.25	0.23	8.7%
Industrial	14.4	15.0	-4.0%	13.1	10.2%	42.3	38.0	11.3%
Automotive	5.8	5.0	15.1%	4.4	31.0%	14.8	13.1	12.8%
IT Networks	2.1	2.2	-4.0%	3.1	-32.0%	7.0	9.4	-25.1%
Order entries	20.9			21.3	-1.9%	72.0	65.7	9.6%
Book-to-bill	0.9			1.0	-9.3%	1.1	1.1	3.5%

Sources: Softing (historical data), Warburg Research (estimates)

Das dynamische Wachstum von 31% bei **Automotive Electronics** spiegelt die Einführung neuer Produkte wider. Obwohl das EBIT in diesem Geschäftsfeld immer noch durch Kosten von > EUR 1 Mio. im Zusammenhang mit GlobalmatiX belastet ist, erzielte der Bereich in den ersten neun Monaten den Break-even und erreichte in Q3 EUR 1 Mio. Dies ist vor allem auf frühere Investitionen in Onboard- und Offboard-Diagnosesoftwaretools zurückzuführen, die in der Automobilindustrie in der Forschung und Entwicklung eingesetzt werden und nun an Kunden ausgeliefert werden. GlobalmatiX-Investitionen beziehen sich hauptsächlich auf Teams und Tools für die automatisierte Datenübertragung. Softing plant, ab dem nächsten Jahr, Zehntausende von Fahrzeugen über sein Angebot zu verbinden.

Der Umsatz im Bereich **IT Networks** ging zurück, was auf eine Geschäftsverlagerung vom Reselling von Drittprodukten hin zu eigenen Produkten zurückzuführen ist. Mit der Einführung des NetXpert-Qualifizierers profitiert Softing von der üblicherweise starken Nachfrage in Q4. Die Markteinführung von Verifizierern hinkt dem Plan etwas hinterher und wird für Q2 erwartet. Ein stärkeres Geschäft in den Bereichen Automotive und Industrial sollte die Auswirkungen des Wandels im Bereich IT Networks kompensieren. Die Guidance für das Geschäftsjahr wurde bestätigt und untermauert unsere Schätzungen.

Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung angesichts der Erwartung eines dynamischen EBIT-Wachstums im Jahr 2020, das durch höhere GlobalmatiX-Umsätze unterstützt werden dürfte.



Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-1,4 %
6 Monate:	10,9 %
Jahresverlauf:	7,0 %
Letzte 12 Monate:	-11,5 %

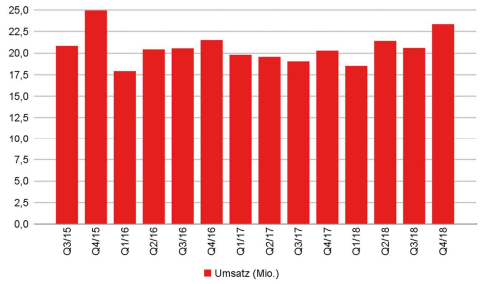
Unternehmenstermine:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (18-21e)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	8,4 %	82,3	80,4	78,7	83,9	91,0	98,0	107,0
Veränd. Umsatz yoy		10,4 %	-2,3 %	-2,1 %	6,6 %	8,5 %	7,7 %	9,2 %
Rohertragsmarge		*64,7 %*	*66,6 %*	*64,9 %*	*61,8 %*	*61,8 %*	*61,5 %*	*61,1 %*
EBITDA	24,2 %	10,8	12,3	6,8	9,0	12,0	15,0	17,3
Marge		*13,1 %*	*15,2 %*	*8,7 %*	*10,7 %*	*13,2 %*	*15,3 %*	*16,2 %*
EBIT	25,6 %	5,5	7,2	2,3	4,1	4,0	6,0	8,1
Marge		*6,6 %*	*8,9 %*	*3,0 %*	*4,9 %*	*4,4 %*	*6,1 %*	*7,6 %*
EBIT adj.	30,1 %	6,7	6,6	1,1	3,5	4,0	5,6	7,8
Nettoergebnis	19,0 %	4,5	5,7	0,7	3,3	2,7	4,1	5,6
EPS	17,1 %	0,65	0,82	0,10	0,38	0,30	0,45	0,61
DPS	15,4 %	0,15	0,20	0,13	0,13	0,15	0,17	0,20
Dividendenrendite		1,2 %	1,7 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %	2,4 %
FCFPS		0,61	0,56	-0,27	0,19	0,40	0,46	0,58
FCF / Marktkap.		4,8 %	4,8 %	-2,4 %	2,3 %	4,9 %	5,5 %	7,1 %
EV / Umsatz		1,2 x	1,1 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA		9,4 x	7,3 x	12,7 x	8,9 x	7,7 x	6,1 x	5,2 x
EV / EBIT adj.		15,1 x	13,6 x	77,7 x	22,8 x	23,2 x	16,3 x	11,5 x
EV / EBIT		18,6 x	12,6 x	37,0 x	19,7 x	23,2 x	15,2 x	11,1 x
KGV		19,4 x	14,3 x	112,0 x	22,6 x	27,5 x	18,4 x	13,5 x
FCF Potential Yield		6,6 %	7,5 %	2,6 %	2,4 %	4,0 %	6,6 %	8,6 %
Nettoverschuldung		13,9	8,3	4,5	5,2	16,9	16,1	14,3
ROCE (NOPAT)		8,4 %	10,5 %	2,7 %	4,5 %	3,5 %	4,7 %	5,8 %
Guidance:		2019: Umsatz > EUR 88 Mio.; EBIT > EUR 4 Mio.						

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

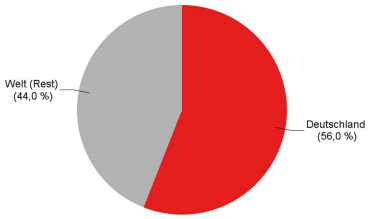
Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Übersetzung ins Deutsche.
Datum und Uhrzeit beziehen sich auf die Veröffentlichung des Originals.

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



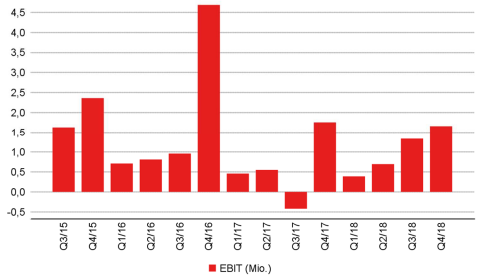
Quelle: Company

Umsatz nach Regionen
2018; in %



Quelle: Company

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Company

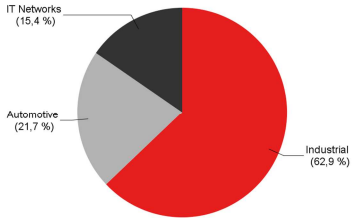
Unternehmenshintergrund

- Softing verfügt über Kompetenzen im Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Die Geschäftstätigkeit umfasst drei Segmente.
- Industrial Automation: Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen. Dazu zählen Montagelinien, chemische Anlagen, Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.
- IT Networks: Diagnosegeräte, die in der industriellen Automatisierung und zur Diagnose von Kupfer- und Glasfasernetzen in Rechenzentren und Büroeinrichtungen eingesetzt werden.
- 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.

Wettbewerbsqualität

- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander und 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 ist DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

Umsatz nach Segmenten
2018; in %



Quelle: Company

DCF Modell

	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
Kennzahlen in EUR Mio.	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	
Umsatz	91,0	98,0	107,0	112,9	118,8	124,7	130,6	136,4	142,2	148,0	153,6	159,3	162,4	
Umsatzwachstum	*8,5 %*	*7,7 %*	*9,2 %*	*5,5 %*	*5,2 %*	*5,0 %*	*4,7 %*	*4,5 %*	*4,3 %*	*4,0 %*	*3,8 %*	*3,6 %*	*2,0 %*	*2,0 %*
EBIT	4,0	6,0	8,1	8,5	8,9	9,4	9,8	10,2	10,7	11,1	11,5	11,9	12,2	
EBIT-Marge	*4,4 %*	*6,1 %*	*7,6 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	*7,5 %*	
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	2,8	4,2	5,7	5,9	6,2	6,5	6,9	7,2	7,5	7,8	8,1	8,4	8,5	
Abschreibungen	8,0	9,0	9,2	7,8	8,2	8,6	9,0	9,4	9,8	10,2	10,6	11,0	11,2	
Abschreibungsquote	*8,8 %*	*9,2 %*	*8,6 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	
Veränd. Rückstellungen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,2	1,4	1,9	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,6	
- Investitionen	7,6	7,6	7,6	7,8	8,2	8,6	9,0	9,4	9,8	10,2	10,6	11,0	11,2	
Investitionsquote	*8,3 %*	*7,7 %*	*7,1 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	*6,9 %*	
Sonstiges	1,5	1,5	1,5	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	2,7	3,9	4,6	5,2	5,5	5,8	6,1	6,4	6,7	7,1	7,4	8,0	9
Barwert FCF	2,2	2,5	3,3	3,7	3,8	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,3	3,2	3,2	58
Anteil der Barwerte	**8,02 %**			**34,67 %**										**57,31 %**

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	10,00 %	Finanzielle Stabilität	1,30
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Aktie)	1,30
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,30
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,25
		Sonstiges	1,30
WACC	**7,95 %**	**Beta**	**1,29**

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2031e	43		
Terminal Value	58		
Zinstr. Verbindlichkeiten	13		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	8	Aktienzahl (Mio.)	9,1
Eigenkapitalwert	**94**	**Wert je Aktie (EUR)**	**10,39**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

		Ewiges Wachstum						
Beta	WACC	1,25 %	1,50 %	1,75 %	**2,00 %**	2,25 %	2,50 %	2,75 %
1,49	8,9 %	8,16	8,31	8,47	8,64	8,82	9,02	9,23
1,39	8,4 %	8,87	9,05	9,24	9,45	9,67	9,92	10,18
1,34	8,2 %	9,26	9,46	9,67	9,90	10,15	10,42	10,72
1,29	7,9 %	9,68	9,90	10,14	**10,39**	10,67	10,98	11,32
1,24	7,7 %	10,13	10,38	10,64	10,93	11,25	11,59	11,97
1,19	7,4 %	10,63	10,90	11,20	11,52	11,87	12,27	12,70
1,09	6,9 %	11,75	12,09	12,46	12,88	13,34	13,84	14,41

		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
1,49	8,9 %	6,49	7,21	7,92	8,64	9,36	10,07	10,79
1,39	8,4 %	7,13	7,90	8,67	9,45	10,22	10,99	11,76
1,34	8,2 %	7,49	8,29	9,10	9,90	10,70	11,51	12,31
1,29	7,9 %	7,88	8,72	9,56	**10,39**	11,23	12,07	12,91
1,24	7,7 %	8,31	9,18	10,06	10,93	11,81	12,68	13,55
1,19	7,4 %	8,77	9,69	10,60	11,52	12,43	13,35	14,26
1,09	6,9 %	9,85	10,86	11,87	12,88	13,89	14,89	15,90

- 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.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,5	5,7	0,7	3,3	2,7	4,1	5,6
+ Abschreibung + Amortisation	5,3	5,1	4,5	4,9	8,0	9,0	9,2
- Zinsergebnis (netto)	-0,3	-0,2	-1,2	0,5	-0,1	-0,1	-0,1
- Erhaltungsinvestitionen	3,3	4,2	4,2	5,8	5,7	5,7	5,7
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,5	-1,5
= Free Cash Flow Potential	**6,7**	**6,8**	**2,3**	**1,9**	**3,6**	**6,1**	**7,7**
FCF Potential Yield (on market EV)	6,6 %	7,5 %	2,6 %	2,4 %	4,0 %	6,6 %	8,6 %
WACC	7,95 %	7,95 %	7,95 %	7,95 %	7,95 %	7,95 %	7,95 %
= Enterprise Value (EV)	**101,6**	**90,0**	**86,7**	**80,5**	**92,1**	**91,3**	**89,5**
= Fair Enterprise Value	**84,3**	**85,5**	**28,4**	**24,5**	**45,8**	**76,2**	**97,1**
- Nettoverschuldung (Liquidität)	3,1	3,1	3,1	3,1	14,4	13,6	11,8
- Pensionsverbindlichkeiten	2,1	2,1	2,1	2,1	2,5	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	**79,0**	**80,3**	**23,2**	**19,3**	**28,9**	**60,1**	**82,8**
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,9	7,0	7,3	8,8	9,1	9,1	9,1
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	**11,39**	**11,54**	**3,16**	**2,20**	**3,18**	**6,60**	**9,09**
Premium (-) / Discount (+) in %					-61,6 %	-20,0 %	10,0 %

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	10,95 %	6,14	6,24	1,69	1,38	1,80	4,31	6,17
	9,95 %	6,82	6,93	1,92	1,58	2,16	4,92	6,94
	8,95 %	7,65	7,77	2,20	1,82	2,61	5,67	7,90
WACC	**7,95 %**	**8,68**	**8,82**	**2,55**	**2,12**	**3,18**	**6,60**	**9,09**
	6,95 %	10,01	10,17	3,00	2,51	3,90	7,81	10,62
	5,95 %	11,79	11,98	3,60	3,02	4,87	9,42	12,68
	4,95 %	14,29	14,51	4,44	3,75	6,23	11,68	15,56

- Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.
- FCF-Value-CAGR 2015-2021e: 1%

Wertermittlung

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
KBV	2,1 x	1,7 x	1,6 x	1,1 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,00	0,55	1,37	0,92	0,62	1,61	2,80
EV / Umsatz	1,2 x	1,1 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA	9,4 x	7,3 x	12,7 x	8,9 x	7,7 x	6,1 x	5,2 x
EV / EBIT	18,6 x	12,6 x	37,0 x	19,7 x	23,2 x	15,2 x	11,1 x
EV / EBIT adj.*	15,1 x	13,6 x	77,7 x	22,8 x	23,2 x	16,3 x	11,5 x
Kurs / FCF	20,8 x	20,9 x	n.a.	44,1 x	20,5 x	18,1 x	14,1 x
KGV	19,4 x	14,3 x	112,0 x	22,6 x	27,5 x	18,4 x	13,5 x
KGV ber.*	19,4 x	14,3 x	112,0 x	22,6 x	27,5 x	18,4 x	13,5 x
Dividendenrendite	1,2 %	1,7 %	1,2 %	1,5 %	1,8 %	2,1 %	2,4 %
FCF Potential Yield (on market EV)	6,6 %	7,5 %	2,6 %	2,4 %	4,0 %	6,6 %	8,6 %

*Adjustiert um: -

Unternehmensspezifische Kennzahlen

	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
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.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz	**82,3**	**80,4**	**78,7**	**83,9**	**91,0**	**98,0**	**107,0**
Veränd. Umsatz yoy	10,4 %	-2,3 %	-2,1 %	6,6 %	8,5 %	7,7 %	9,2 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	2,8	4,5	4,6	4,4	5,0	4,5	4,5
Gesamterlöse	**85,1**	**84,9**	**83,3**	**88,3**	**96,0**	**102,5**	**111,5**
Materialaufwand	31,9	31,4	32,2	36,5	39,7	42,2	46,1
Rohertrag	**53,2**	**53,6**	**51,1**	**51,8**	**56,3**	**60,3**	**65,4**
Rohertragsmarge	*64,7 %*	*66,6 %*	*64,9 %*	*61,8 %*	*61,8 %*	*61,5 %*	*61,1 %*
Personalaufwendungen	33,6	35,1	33,0	33,4	35,0	36,0	37,0
Sonstige betriebliche Erträge	2,8	5,3	0,9	1,4	1,2	1,5	1,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	11,7	11,5	12,1	10,8	10,5	10,8	12,6
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	**10,8**	**12,3**	**6,8**	**9,0**	**12,0**	**15,0**	**17,3**
Marge	*13,1 %*	*15,2 %*	*8,7 %*	*10,7 %*	*13,2 %*	*15,3 %*	*16,2 %*
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,8	0,8	0,8	0,7	2,8	2,9	3,0
EBITA	**10,0**	**11,4**	**6,1**	**8,3**	**9,2**	**12,1**	**14,3**
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,5	4,3	3,7	4,2	5,2	6,1	6,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**5,5**	**7,2**	**2,3**	**4,1**	**4,0**	**6,0**	**8,1**
Marge	*6,6 %*	*8,9 %*	*3,0 %*	*4,9 %*	*4,4 %*	*6,1 %*	*7,6 %*
EBIT adj.	**6,7**	**6,6**	**1,1**	**3,5**	**4,0**	**5,6**	**7,8**
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,3	0,2	1,3	-0,5	0,2	0,2	0,2
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**5,2**	**7,0**	**1,1**	**4,6**	**3,9**	**5,9**	**8,0**
Marge	*6,3 %*	*8,7 %*	*1,4 %*	*5,5 %*	*4,3 %*	*6,0 %*	*7,5 %*
Steuern gesamt	0,7	1,3	0,4	1,3	1,2	1,8	2,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**4,5**	**5,7**	**0,7**	**3,3**	**2,7**	**4,1**	**5,6**
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**4,5**	**5,7**	**0,7**	**3,3**	**2,7**	**4,1**	**5,6**
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	**4,5**	**5,7**	**0,7**	**3,3**	**2,7**	**4,1**	**5,6**
Marge	*5,4 %*	*7,1 %*	*0,9 %*	*4,0 %*	*3,0 %*	*4,2 %*	*5,2 %*
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,9	7,0	7,3	8,8	9,1	9,1	9,1
EPS	**0,65**	**0,82**	**0,10**	**0,38**	**0,30**	**0,45**	**0,61**
EPS adj.	0,65	0,82	0,10	0,38	0,30	0,45	0,61

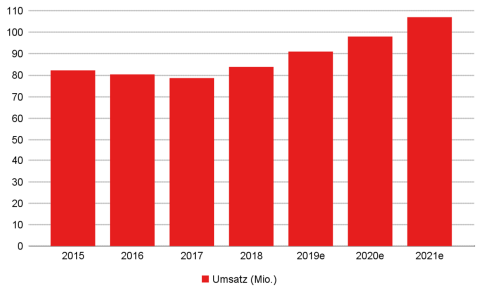
*Adjustiert um:

Guidance: 2019: Umsatz > EUR 88 Mio.; EBIT > EUR 4 Mio.

Kennzahlen

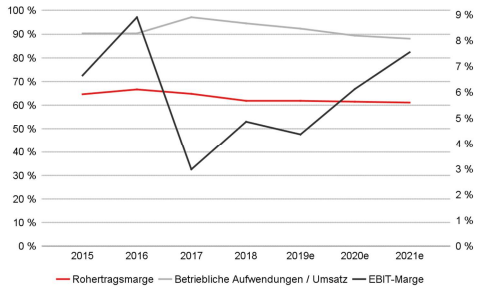
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	90,3 %	90,4 %	97,2 %	94,5 %	92,3 %	89,3 %	88,1 %
Operating Leverage	-0,7 x	-13,5 x	31,5 x	11,2 x	-0,3 x	6,6 x	3,8 x
EBITDA / Interest expenses	33,3 x	49,4 x	5,4 x	n.m.	59,9 x	75,0 x	86,4 x
Steuerquote (EBT)	14,0 %	18,1 %	35,8 %	27,7 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	23,2 %	24,4 %	131,5 %	34,2 %	50,3 %	37,5 %	32,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	191.744	178.720	189.658	207.649	200.000	215.385	235.165

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR



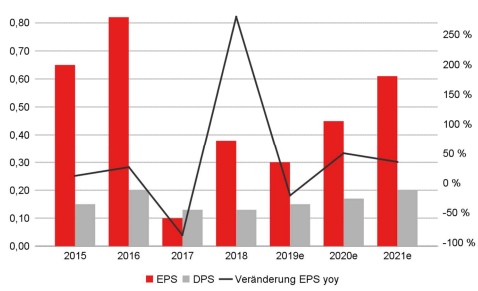
Quelle: Warburg Research

Operative Performance
in %



Quelle: Warburg Research

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

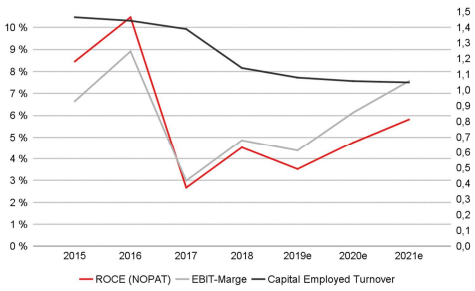
Bilanz

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	42,4	43,8	41,8	59,9	61,5	61,8	62,0
davon übrige imm. VG	18,9	18,2	14,7	26,5	24,9	22,4	19,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	15,2	15,5	14,5	18,0	18,5	18,5	18,5
Sachanlagen	2,4	2,3	2,0	2,3	15,0	21,8	29,0
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	**44,7**	**46,0**	**43,8**	**62,2**	**76,6**	**83,7**	**91,0**
Vorräte	9,3	9,2	9,1	10,6	10,3	11,1	12,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,4	12,6	12,8	13,7	14,7	15,8	17,3
Liquide Mittel	9,2	10,9	10,3	9,7	7,3	6,1	7,9
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,8	4,2	4,7	3,7	5,8	5,8	5,8
Umlaufvermögen	**37,7**	**36,9**	**36,9**	**37,6**	**38,1**	**38,8**	**43,2**
Bilanzsumme (Aktiva)	**82,5**	**82,9**	**80,7**	**99,8**	**114,7**	**122,5**	**134,2**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	7,0	7,0	7,7	9,1	9,1	9,1	9,1
Kapitalrücklage	12,3	12,3	19,2	31,1	31,1	31,1	31,1
Gewinnrücklagen	23,1	28,4	25,4	28,0	30,8	34,9	40,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	-3,8	1,4	6,8
Buchwert	42,4	47,6	52,3	68,3	67,2	76,5	87,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Eigenkapital	**42,3**	**47,6**	**52,3**	**68,4**	**67,3**	**76,6**	**87,6**
Rückstellungen gesamt	4,1	4,7	2,9	3,7	5,4	5,4	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,9	2,2	2,2	2,1	2,5	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	21,2	16,9	12,6	12,8	21,7	19,7	19,7
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,5	10,3	8,4	10,7	10,7	10,7	10,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,3	5,9	5,5	6,1	7,0	7,5	8,2
Sonstige Verbindlichkeiten	8,5	7,8	7,4	8,8	13,2	13,2	13,2
Verbindlichkeiten	**40,1**	**35,3**	**28,4**	**31,4**	**47,4**	**45,9**	**46,6**
Bilanzsumme (Passiva)	**82,5**	**82,9**	**80,7**	**99,8**	**114,7**	**122,5**	**134,2**

Kennzahlen

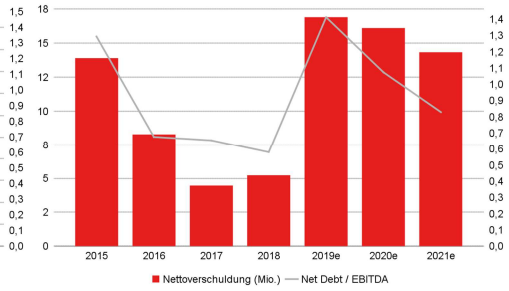
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	4,0 x	4,4 x	4,3 x	4,1 x	2,8 x	2,4 x	2,1 x
Capital Employed Turnover	1,5 x	1,4 x	1,4 x	1,1 x	1,1 x	1,1 x	1,0 x
ROA	10,0 %	12,4 %	1,6 %	5,3 %	3,5 %	4,9 %	6,1 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	8,4 %	10,5 %	2,7 %	4,5 %	3,5 %	4,7 %	5,8 %
ROE	11,3 %	12,7 %	1,4 %	5,5 %	4,0 %	5,8 %	6,8 %
Adj. ROE	11,3 %	12,7 %	1,4 %	5,5 %	4,0 %	5,8 %	6,8 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	13,9	8,3	4,5	5,2	16,9	16,1	14,3
Nettofinanzverschuldung	12,0	6,1	2,3	3,1	14,4	13,6	11,8
Net Gearing	32,8 %	17,4 %	8,6 %	7,6 %	25,1 %	21,0 %	16,4 %
Net Fin. Debt / EBITDA	112,0 %	49,4 %	33,5 %	34,2 %	120,3 %	90,7 %	68,5 %
Buchwert je Aktie	6,1	6,8	6,8	7,5	7,4	8,4	9,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	0,0	0,6	1,4	0,9	0,6	1,6	2,8

Entwicklung ROCE



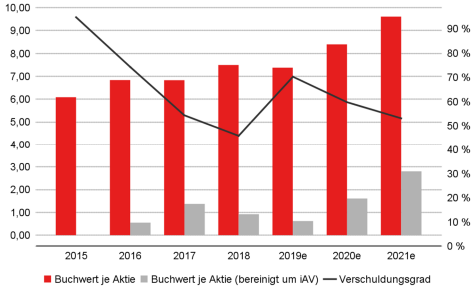
Quelle: Warburg Research

Nettoverschuldung
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Buchwert je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

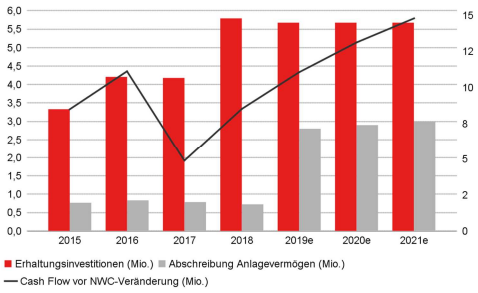
Cash flow

In EUR Mio.	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,5	5,7	0,7	3,3	2,7	4,1	5,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,8	0,8	0,8	0,7	2,8	2,9	3,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	4,5	4,3	3,7	4,2	5,2	6,1	6,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,3	0,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	**8,5**	**11,1**	**4,9**	**8,5**	**11,1**	**13,1**	**14,8**
Veränderung Vorräte	-0,6	0,1	0,1	-1,5	0,3	-0,8	-1,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,2	2,8	-0,2	-1,4	-1,0	-1,1	-1,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,7	-0,8	-0,3	1,4	0,9	0,5	0,7
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,2	-3,7	-1,0	2,4	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	0,1	-1,6	-1,3	0,9	0,2	-1,4	-1,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	**8,6**	**9,5**	**3,6**	**9,4**	**11,2**	**11,7**	**12,9**
Investitionen in iAV	-2,8	-4,5	-4,6	-6,4	-6,4	-6,4	-6,4
Investitionen in Sachanlagen	-1,7	-1,1	-1,0	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2
Zugänge aus Akquisitionen	-1,3	-0,9	-4,2	0,0	-1,5	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	**-5,8**	**-6,5**	**-9,8**	**-7,7**	**-9,1**	**-7,6**	**-7,6**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-1,7	-0,2	-0,3	-1,0	2,7	-2,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,7	-1,0	-1,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,5
Erwerb eigener Aktien	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	7,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-6,0	-2,0	-2,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	**-2,6**	**-1,4**	**6,0**	**-2,2**	**-4,5**	**-5,4**	**-3,5**
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	**0,3**	**1,6**	**-0,2**	**-0,5**	**-2,4**	**-1,2**	**1,8**
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	0,1	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	**9,2**	**10,9**	**10,3**	**9,7**	**7,3**	**6,1**	**7,9**

Kennzahlen

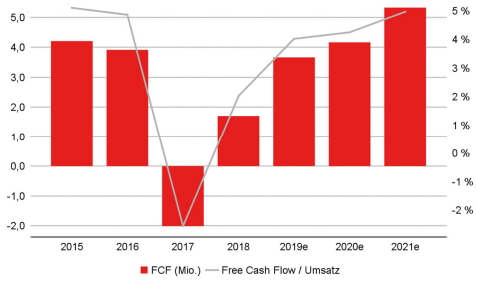
	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Kapitalfluss							
FCF	4,2	3,9	-2,0	1,7	3,7	4,2	5,3
Free Cash Flow / Umsatz	5,1 %	4,9 %	-2,6 %	2,0 %	4,0 %	4,3 %	5,0 %
Free Cash Flow Potential	6,7	6,8	2,3	1,9	3,6	6,1	7,7
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	93,8 %	68,6 %	-283,5 %	51,4 %	134,9 %	100,8 %	95,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	0,6 %	0,6 %	0,4 %	0,7 %	1,2 %	1,5 %	1,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	1,4 %	1,3 %	8,6 %	-3,6 %	1,2 %	1,0 %	1,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	5,4 %	7,0 %	7,1 %	9,2 %	8,3 %	7,7 %	7,1 %
Maint. Capex / Umsatz	4,0 %	5,2 %	5,3 %	6,9 %	6,2 %	5,8 %	5,3 %
CAPEX / Abschreibungen	84,1 %	110,0 %	123,9 %	156,4 %	94,6 %	84,1 %	82,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	22,6 %	21,3 %	20,5 %	20,6 %	19,9 %	19,1 %	19,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	244,0 %	214,0 %	232,1 %	224,8 %	210,0 %	210,7 %	211,0 %
Vorratsumschlag	3,4 x	3,4 x	3,6 x	3,5 x	3,9 x	3,8 x	3,8 x
Receivables collection period (Tage)	68	57	59	60	59	59	59
Payables payment period (Tage)	72	68	63	61	64	65	65
Cash conversion cycle (Tage)	103	96	100	104	89	90	91

Investitionen und Cash Flow
in Mio. EUR



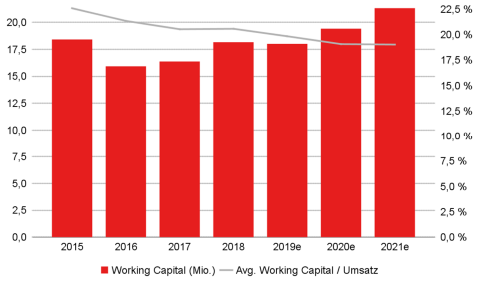
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“) 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 ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("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 Anlageempfehlungen 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 Anlageempfehlung 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 § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

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, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung). 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 zählt 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 der Warburg Research GmbH 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 der Warburg-Gruppe.

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. § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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	3, 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

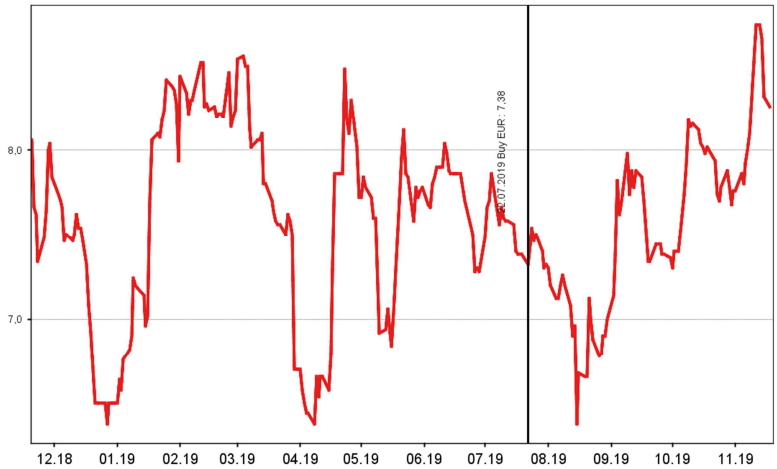
Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	118	58
Halten	74	37
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	**202**	**100**

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	33	77
Halten	8	19
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
Gesamt	**43**	**100**

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [19.11.2019]



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

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@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

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Construction jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation 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

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

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

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate pkaiser@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

Franz Schall +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers fschall@warburg-research.com

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

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

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

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

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

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

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

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

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
Ireland, Poland, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

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

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany aeschweiler@mmwarburg.com

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

Tobias Hald +49 40 3282-2695
United Kingdom thald@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 69 5050-7414
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@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 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3282-2662
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