Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 14,00 (alt: 14,00)

Kurs	EUR 8,24
Bloomberg	SMHN GR
Reuters	SMHNn
Branche	Technology

Führender Anbieter von Prozesslösungen für Nischenanwendungen insbesondere in den Bereichen Advanced Packaging, 3D-Interconnect, Test und MEMS.

Aktien Daten: 09.02.2012 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung:	EUR 157 Mio.
Enterprise Value (EV):	EUR 105 Mio.
Buchwert:	EUR 118 Mio.
Aktienanzahl:	19,1 Mio.
Handelsvolumen Ø:	EUR 1,4 Mio.

Aktionäre:	
Freefloat	82,3 %
DWS	8,7 %
Credit Suisse	3,3 %
Union Investment	2,9 %
Swiss Global	2,8 %
Termine:	
Geschäftsbericht 2011	30.03.12

Änderung	**2011e**		**2012e**		**2013e**	
	alt	**Δ%**	**alt**	**Δ%**	**alt**	**Δ%**
Umsatz	173	1,2	150	0	194	0
EBIT	19,2	-3,1	12,0	0,0	30,0	0,0
EPS	0,74	-2,7	0,42	0	1,08	0

Analyse: Warburg Research
Publikationsdatum: 10.02.2012
Analyst:
Malte Schaumann +49 (0)40-309537-170
mschaumann@warburg-research.com

Aufträge am oberen Ende der Guidance - Q4 ansonsten keine große Sache

SÜSS Microtec hat vorläufige Zahlen für 2011 veröffentlicht:

Süss Microtec - Q4 2011 Angaben in Mio. EUR	**Q4/11**	**Q4/11e**	**Q4/10**	yoy	**2011**	**2010**	yoy
Auftragseingang	24,5	22,0	56,9	-56,9%	140,5	189,0	-25,7%
Umsatz	44,8	42,8	42,5	5,6%	175,4	139,1	26,1%
EBIT	3,9	4,3	5,9	-34,5%	18,6	14,3	29,8%
Marge	*8,6%*	*10,0%*	*13,9%*		*10,6%*	*10,3%*	

Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Das Gesamtjahres-EBIT lag im Rahmen der jüngsten Konsensschätzungen (EUR 18,5 Mio.), die jedoch auch eine sehr geringe Erwartung am unteren Ende beinhalten. Während der Q4-Umsatz die Erwartung um EUR 2 Mio. übertraf, kratzte das Gesamtjahres-EBIT mit EUR 18,6 Mio. nur die WR-Schätzung von EUR 19 Mio. Gründe sind wahrscheinlich eine schwächere Bruttomarge (die quartalsweise um 5PP und stärker schwanken kann) und möglicherweise höhere F&E-Aufwendungen, die auch in Q3 bereits höher waren. Das Gesamtjahres-EBIT enthält endgültige Umzugskosten für den Bonder-Bereich in Höhe von EUR 1,4 Mio. Eine bereinigte EBIT-Marge (bereinigt um die Kosten UND Nettoabschreibungen auf Entwicklungskosten, die 2013 auslaufen) sollte bei 12,7% gelegen haben.

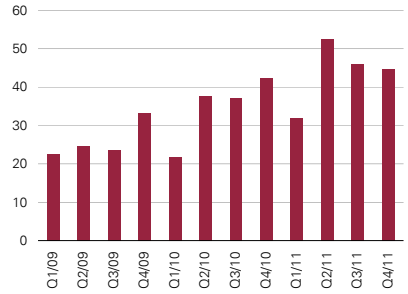
Der Auftragseingang erreicht mit EUR 24,5 Mio. das obere Ende der jüngsten Guidance (EUR 20-25 Mio.). Allerdings wird weiterhin erwartet, dass die **Aufträge bereits in Q1 wieder ein Niveau im Bereich von EUR 30-40 Mio. erreichen**, was teilweise auf Aufholeffekte durch einige Verzögerungen bei den Auftragsplatzierungen, die in Q4 stattgefunden haben sollten, zurückzuführen ist. Darüber hinaus könnte Q1 in Bezug auf die Aufträge durchaus das schwächste Quartal sein. Der jüngste Investitionsausblick durch Samsung und Intel signalisiert eine solide Entwicklung im Front-End, die im späteren Verlauf des Jahres 2012 auch das Back-End treffen sollte. Außerdem dürfte der Investment Case für Substratbonder (3D-Integration) in den Vordergrund treten, was ebenfalls zu Aufträgen für Substratbonder (Evaluierungs- und Vorproduktionssysteme) führen sollte. **Zum Jahresende lag der Auftragsbestand bei EUR 83,7 Mio.** und liefert damit eine **solide Grundlage für unsere Umsatzschätzung von EUR 150 Mio.** in 2012, da nur ca. EUR 66 Mio. der Aufträge im Laufe von H1 erforderlich sind, um dieses Niveau zu erreichen (Auftragsniveau H2 2011: EUR 63 Mio.). Dies bietet unserer Ansicht nach eher etwas Spielraum. SÜSS gab keine Hinweise in Bezug auf die Erwartungen für das laufende Geschäftsjahr.

Die Nettoliquidität lag Ende 2011 bei EUR 42 Mio. und damit bei EUR 2,20 je Aktie. Dies liegt marginal unter den Annahmen und dürfte vor allem auf das Working Capital zurückzuführen sein (sollte sich jedoch bereits bereits im Januar verbessert haben). Im Gegensatz zum relativ schwachen FCF in 2011 (EUR 3,5 Mio.) sollte 2012 in dieser Hinsicht deutlich besser ausfallen (insb. durch niedrigere Cash-Nutzung für Working Capital-Aufbau). Die **Nettoliquidität dürfte sich bis Ende 2012 auf ca. EUR 55 Mio. erhöht haben**.

Der Investment Case auf Basis eines starken Wachstums des Bonderbereichs, gestützt durch einen positiven Halbleiterzyklus, sollte sich im Laufe des Jahres entfalten. Dies sollte Visibilität in Bezug auf die Wachstumserwartungen für 2013 liefern und zu einer dann schnellen Ausweitung der Ergebnismultiplikatoren 2013 führen (aktueller EV/EBIT'13 Multiplikator auf Basis des EV 2012 liegt bei nur 3,4x). **Kaufen mit einem Kursziel von EUR 14**.

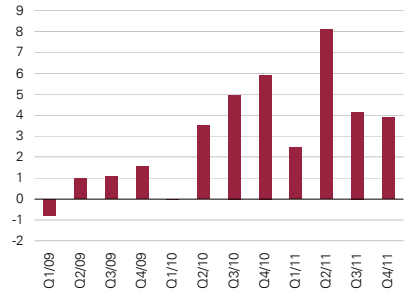
Geschäftsjahresende: 31.12. in EUR Mio	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011e**	**2012e**	**2013e**
Umsatz	146	122	104	139	175	150	194
Veränderung Umsatz yoy	-6,4 %	-16,5 %	-14,5 %	33,9 %	26,1 %	-14,5 %	29,3 %
Bruttoergebnis	60,9	38,3	38,8	51,1	67,8	58,5	79,1
Bruttomarge	*41,8 %*	*31,6 %*	*37,4 %*	*36,7 %*	*38,7 %*	*39,0 %*	*40,8 %*
EBITDA	10,6	9,7	8,3	20,5	25,2	17,7	33,9
EBITDA-Marge	7,3 %	8,0 %	8,0 %	14,8 %	14,4 %	11,8 %	17,5 %
EBIT	6,0	-8,7	2,8	14,3	18,6	12,0	30,0
EBIT-Marge	4,1 %	-7,2 %	2,7 %	10,3 %	10,6 %	8,0 %	15,5 %
Jahresüberschuss	4,4	-11,5	-4,8	13,2	13,7	8,1	20,6
EPS	0,26	-0,67	-0,28	0,73	0,72	0,42	1,08
Free Cash Flow je Aktie	-0,57	0,14	0,52	0,72	0,22	0,69	1,16
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
EV/Umsatz	0,8	1,0	1,2	0,9	0,7	0,7	0,4
EV/EBITDA	11,6	12,8	14,8	6,0	4,7	6,0	2,5
EV/EBIT	20,7	n.m.	44,5	8,6	6,4	8,8	2,8
KGV	31,7	n.m.	n.m.	11,3	11,4	19,6	7,6
ROCE	5,3 %	-7,7 %	2,6 %	12,6 %	14,3 %	8,6 %	19,5 %
Adj. Free Cash Flow Yield	1,3 %	2,2 %	n.a.	15,1 %	19,5 %	14,9 %	37,3 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



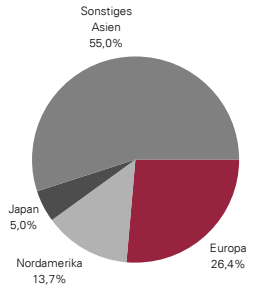
Quelle: Süss Microtec

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



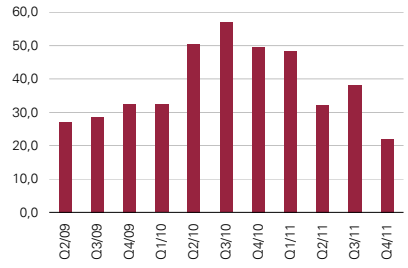
Quelle: Süss Microtec

Umsatz nach Regionen
2010



Quelle: Süss Microtec

Auftragseingang
in EUR Mio.



Quelle: Süss Microtec

Unternehmenshintergrund

Süss Microtec ist ein weltweit führender Hersteller von Produktionslösungen für die Nischenmärkte MEMS, Advanced Packaging, 3D-Integration und Verbindungshalbleiter. Wesentliche Produktsegmente sind Lithografie (Mask Aligner, Coater), Bonder und Anlagen zur Reinigung von Fotomasken. Die Produkte kommen jeweils häufig in allen adressierten Märkten zum Einsatz.

MEMS (Micro Electro Mechanical Systems) integrieren sowohl elektronische als auch mechanische Komponenten. Anwendungsfelder sind bspw. Drucksensoren (z.B. in Reifendruckkontrollsystem), Beschleunigungssensoren (z. B. in Airbags, Apple Iphone) oder Siliziummikrophone (als Substitut herkömmlicher Mikrophone). Der MEMS-Bereich trägt derzeit den größten Teil zu Süss' Erlösen bei.

Advanced Packaging bezeichnet spezielle Verpackungsverfahren als Alternative zum klassischen Wire-bonding („flip chip") für Halbleiter, bei der diese direkt und ohne Drahtverbindungen mit dem Substrat verbunden werden. Dies ermöglicht derzeit die höchste Chip-Geschwindigkeit bei kleinster Bauweise. So wird dieses Verfahren heute vor allem bei Chips mit hohen Anforderungen an Leistung und/oder Größe angewendet. Einsatzgebiet ist bspw. die Produktion von CPUs, Grafikchips, Halbleiter für Mobiltelefone oder Spielkonsolen.

Die gleichen Argumente gelten für 3D-Integration, ein heute noch kleiner Markt aber mit hohen Wachstumspotenzialen für Süss. Die bis heute anhaltende stetige Verkleinerung der Halbleiter-Strukturgrößen wird in der Zukunft zunehmend schwieriger. Der Ausweg ist das Stapeln und Verbinden einzelner Bauteile übereinander (3D-Packaging). Dieses Verfahren steckt zwar noch in den Kinderschuhen, findet jedoch bereits heute zunehmende Anwendung. Frühe Anwendungsgebiete sind bspw. Flash-Speicher oder CMOS-Bildsensoren.

In der Produktion von Verbindungshalbleitern ist derzeit der Bereich LED von hoher Bedeutung. Anlagen von Süss kommen hier in verschiedenen Produktionsschritten zum Einsatz.

Neben einem Produktionsstandort in Waterbury (USA) ist der Großteil der Produktion von Süss im Inland angesiedelt. Süss beschäftigt derzeit gut 600 Mitarbeiter.

Wettbewerbsqualität

Süss fokussiert sich in der Produktentwicklung in allen Segmenten konsequent auf die Kernthemen Präzision, Zuverlässigkeit sowie geringe Total Cost of Ownership und stellt die Produkte auf die Bedürfnisse der Kunden ab. Dies macht das Unternehmen häufig zu einem bevorzugten Lieferanten insbesondere für Produktions-Equipment.

Die mittlerweile 60-jährige Unternehmenshistorie und anhaltend hohe Produktqualität hat die Marke Süss fest in den adressierten Märkten etabliert. Regelmäßige Spitzenpositionierungen bei unabhängigen Kundenzufriedenheitsumfragen (VLSI) belegen dies.

Aufgrund des Nischencharakters der jeweiligen Märkte sieht sich Süss in der Regel nur einem moderaten Wettbewerb ausgesetzt. Dies in Kombination mit der hohen Produktkomplexität als wesentliche Markteintrittsbarriere sichert dem Unternehmen eine jeweils führende Marktposition.

Gewinn- und Verlustrechnung Süss Microtec

in EUR Mio.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	**146**	**122**	**104**	**139**	**175**	**150**	**194**
Herstellungskosten	84,7	83,1	65,1	88,0	108	91,5	115
Bruttoergebnis	**60,9**	**38,3**	**38,8**	**51,1**	**67,8**	**58,5**	**79,1**
Forschung und Entwicklung	7,1	5,7	4,9	6,8	12,9	12,0	12,2
Vertriebskosten	26,1	20,4	16,7	17,4	19,5	18,6	20,0
Verwaltungskosten	20,6	16,8	13,9	17,8	16,7	15,9	17,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-1,0	0,3	-0,6	5,3	-0,2	0,0	0,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
EBITDA	**10,6**	**9,7**	**8,3**	**20,5**	**25,2**	**17,7**	**33,9**
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,5	1,6	1,5	2,0	2,5	2,5	2,5
EBITA	**9,1**	**8,0**	**6,8**	**18,5**	**22,7**	**15,2**	**31,4**
Abschreibungen auf iAV	3,1	12,3	4,1	4,2	4,1	3,2	1,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	4,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	**6,0**	**-8,7**	**2,8**	**14,3**	**18,6**	**12,0**	**30,0**
Zinserträge	0,5	0,6	0,7	0,0	0,6	0,5	0,5
Zinsaufwendungen	0,8	1,3	0,8	0,3	0,5	0,8	0,8
Finanzergebnis	-0,3	-0,8	-0,1	-0,3	0,9	-0,3	-0,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**5,7**	**-9,5**	**2,7**	**14,0**	**19,5**	**11,7**	**29,7**
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	**5,7**	**-9,5**	**2,7**	**14,0**	**19,5**	**11,7**	**29,7**
Steuern gesamt	1,2	2,1	2,1	1,0	5,9	3,6	9,1
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**4,5**	**-11,5**	**0,6**	**13,0**	**13,7**	**8,1**	**20,6**
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	-5,4	0,3	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**4,5**	**-11,5**	**-4,8**	**13,4**	**13,7**	**8,1**	**20,6**
Minority interest	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	**4,4**	**-11,5**	**-4,8**	**13,2**	**13,7**	**8,1**	**20,6**

Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung Süss Microtec

in % vom Umsatz	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**
Herstellungskosten	58,2 %	68,4 %	62,6 %	63,3 %	61,3 %	61,0 %	59,2 %
Bruttoergebnis	**41,8 %**	**31,6 %**	**37,4 %**	**36,7 %**	**38,7 %**	**39,0 %**	**40,8 %**
Forschung und Entwicklung	4,9 %	4,7 %	4,7 %	4,9 %	7,4 %	8,0 %	6,3 %
Vertriebskosten	18,0 %	16,8 %	16,1 %	12,5 %	11,1 %	12,4 %	10,3 %
Verwaltungskosten	14,2 %	13,9 %	13,4 %	12,8 %	9,5 %	10,6 %	8,8 %
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-0,7 %	0,3 %	-0,6 %	3,8 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	**0,0 %**	**0,0 %**	**0,0 %**	**0,0 %**	**0,0 %**	**0,0 %**	**0,0 %**
EBITDA	**7,3 %**	**8,0 %**	**8,0 %**	**14,8 %**	**14,4 %**	**11,8 %**	**17,5 %**
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1 %	1,3 %	1,5 %	1,4 %	1,5 %	1,7 %	1,3 %
EBITA	**6,3 %**	**6,6 %**	**6,6 %**	**13,3 %**	**12,9 %**	**10,1 %**	**16,2 %**
Abschreibungen auf iAV	2,2 %	10,1 %	3,9 %	3,0 %	2,3 %	2,2 %	0,7 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	3,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	**4,1 %**	**-7,2 %**	**2,7 %**	**10,3 %**	**10,6 %**	**8,0 %**	**15,5 %**
Zinserträge	0,4 %	0,5 %	0,7 %	0,0 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,6 %	1,1 %	0,8 %	0,2 %	0,3 %	0,5 %	0,4 %
Finanzergebnis	-0,2 %	-0,6 %	-0,1 %	-0,2 %	0,5 %	-0,2 %	-0,2 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**3,9 %**	**-7,8 %**	**2,6 %**	**10,1 %**	**11,1 %**	**7,8 %**	**15,3 %**
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	**3,9 %**	**-7,8 %**	**2,6 %**	**10,1 %**	**11,1 %**	**7,8 %**	**15,3 %**
Steuern gesamt	0,8 %	1,7 %	2,0 %	0,7 %	3,3 %	2,4 %	4,7 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	**3,1 %**	**-9,5 %**	**0,6 %**	**9,4 %**	**7,8 %**	**5,4 %**	**10,6 %**
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	-5,2 %	0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	**3,1 %**	**-9,5 %**	**-4,6 %**	**9,6 %**	**7,8 %**	**5,4 %**	**10,6 %**
Minority interest	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	**3,0 %**	**-9,5 %**	**-4,6 %**	**9,5 %**	**7,8 %**	**5,4 %**	**10,6 %**

Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Süss Microtec

in EUR Mio.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	41,4	32,9	27,4	25,5	22,0	19,2	18,4
davon übrige imm. VG	3,3	4,8	4,5	4,3	3,2	3,0	2,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	22,0	17,8	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Sachanlagen	5,0	5,4	4,1	9,4	8,8	8,5	8,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	**46,5**	**38,3**	**32,2**	**35,4**	**31,4**	**28,4**	**27,2**
Vorräte	53,8	54,6	40,8	64,4	70,6	66,7	69,3
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	25,6	23,1	14,8	15,7	23,1	21,8	29,2
Sonstige Vermögensgegenstände	17,2	13,2	17,5	13,5	10,2	8,8	8,8
Liquide Mittel	20,1	24,4	31,1	52,5	56,4	69,6	91,8
Umlaufvermögen	**117**	**115**	**104**	**146**	**160**	**167**	**199**
Bilanzsumme (Aktiva)	**163**	**154**	**136**	**182**	**192**	**195**	**226**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	17,0	17,0	17,0	18,7	18,7	18,7	18,7
Kapitalrücklage	92,2	74,1	69,6	87,9	87,9	87,9	87,9
Gewinnrücklagen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-7,4	-0,8	-0,7	-0,7	11,2	19,3	40,0
Buchwert	102	90,4	85,9	106	118	126	147
Anteile Dritter	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
Eigenkapital	**103**	**90,6**	**86,1**	**106**	**118**	**126**	**147**
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	2,7	3,0	3,0	2,9	2,9	2,9	2,9
Rückstellungen gesamt	8,6	7,1	5,5	8,0	8,0	8,0	8,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,4	15,0	12,7	15,5	14,4	14,4	14,4
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	8,8	5,1	4,5	9,7	9,6	8,2	10,6
Sonstige Verbindlichkeiten	30,7	35,8	27,7	41,9	41,3	38,3	46,3
Verbindlichkeiten	**60,6**	**62,9**	**50,4**	**75,2**	**73,3**	**68,9**	**79,3**
Bilanzsumme (Passiva)	**163**	**154**	**136**	**182**	**192**	**195**	**226**

Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz Süss Microtec

in % der Bilanzsumme	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	25,4 %	21,4 %	20,1 %	14,0 %	11,5 %	9,9 %	8,2 %
davon übrige imm. VG	2,1 %	3,1 %	3,3 %	2,4 %	1,7 %	1,5 %	1,3 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	13,5 %	11,6 %	10,0 %	7,5 %	7,1 %	7,0 %	6,0 %
Sachanlagen	3,1 %	3,5 %	3,0 %	5,2 %	4,6 %	4,4 %	3,6 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	**28,5 %**	**24,9 %**	**23,6 %**	**19,5 %**	**16,4 %**	**14,5 %**	**12,0 %**
Vorräte	33,0 %	35,5 %	29,9 %	35,5 %	36,9 %	34,2 %	30,6 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	15,7 %	15,1 %	10,9 %	8,6 %	12,1 %	11,2 %	12,9 %
Sonstige Vermögensgegenstände	10,6 %	8,6 %	12,8 %	7,5 %	5,3 %	4,5 %	3,9 %
Liquide Mittel	12,3 %	15,9 %	22,8 %	28,9 %	29,4 %	35,7 %	40,5 %
Umlaufvermögen	**71,5 %**	**75,0 %**	**76,4 %**	**80,5 %**	**83,6 %**	**85,5 %**	**88,0 %**
Bilanzsumme (Aktiva)	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	10,4 %	11,1 %	12,5 %	10,3 %	9,8 %	9,6 %	8,3 %
Kapitalrücklage	56,5 %	48,3 %	51,0 %	48,4 %	45,9 %	45,0 %	38,8 %
Gewinnrücklagen	0,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-4,5 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,4 %	5,9 %	9,9 %	17,7 %
Buchwert	62,7 %	58,8 %	63,0 %	58,4 %	61,5 %	64,5 %	64,8 %
Anteile Dritter	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Eigenkapital	**62,9 %**	**59,0 %**	**63,1 %**	**58,6 %**	**61,7 %**	**64,7 %**	**65,0 %**
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,7 %	2,0 %	2,2 %	1,6 %	1,5 %	1,5 %	1,3 %
Rückstellungen gesamt	5,3 %	4,6 %	4,0 %	4,4 %	4,2 %	4,1 %	3,6 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	7,6 %	9,7 %	9,3 %	8,5 %	7,5 %	7,4 %	6,4 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,4 %	3,3 %	3,3 %	5,4 %	5,0 %	4,2 %	4,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	18,8 %	23,3 %	20,3 %	23,1 %	21,6 %	19,6 %	20,5 %
Verbindlichkeiten	**37,1 %**	**41,0 %**	**36,9 %**	**41,4 %**	**38,3 %**	**35,3 %**	**35,0 %**
Bilanzsumme (Passiva)	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**	**100,0 %**

Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung Süss Microtec

in EUR Mio.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,5	-11,5	-4,8	13,4	13,7	8,1	20,6
Abschreibung Anlagevermögen	1,5	1,6	1,5	2,0	2,5	2,5	2,5
Amortisation Goodwill	0,0	4,4	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	3,1	12,3	4,1	4,2	4,1	3,2	1,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	3,3	0,1	-7,6	-5,8	0,8	1,3	0,0
Cash Flow	**12,7**	**7,1**	**-2,7**	**13,7**	**21,1**	**15,2**	**24,5**
Veränderung Vorräte	-4,5	0,3	8,3	-16,5	-6,2	3,9	-2,6
Veränderung Forderungen aus L+L	-3,0	3,2	6,6	2,0	-7,4	1,3	-7,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,8	1,2	-0,1	16,8	-0,7	-4,4	10,4
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-6,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-11,2	4,7	14,8	2,2	-14,3	0,8	0,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	**1,5**	**11,8**	**12,1**	**16,0**	**6,8**	**16,0**	**24,9**
CAPEX	-11,1	-9,4	-3,2	-3,0	-2,6	-2,7	-2,8
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-8,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-3,8	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	2,0	1,9	0,0	3,5	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	**-9,2**	**-11,2**	**-3,2**	**-7,5**	**-1,8**	**-2,7**	**-2,8**
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	7,8	1,4	-2,1	2,8	-1,1	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	6,6	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	**7,8**	**1,4**	**-2,1**	**9,4**	**-1,1**	**0,0**	**0,0**
Veränderung liquide Mittel	0,2	2,0	6,8	17,8	3,9	13,3	22,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	**-0,5**	**0,9**	**0,1**	**0,8**	**0,0**	**0,0**	**0,0**
Endbestand liquide Mittel	**20,1**	**23,0**	**27,5**	**39,3**	**40,4**	**53,7**	**75,8**

Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen Süss Microtec

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	37,7 %	35,1 %	34,7 %	26,4 %	28,1 %	31,0 %	25,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	198.033	173.813	166.775	235.359	282.903	234.375	296.183
EBITDA je Mitarbeiter	14.457	13.820	13.384	34.733	40.712	27.617	51.721
EBIT-Marge	4,1 %	-7,2 %	2,7 %	10,3 %	10,6 %	8,0 %	15,5 %
EBITDA / Operating Assets	17,4 %	16,5 %	19,3 %	36,6 %	36,1 %	25,7 %	49,7 %
ROA	9,5 %	-30,0 %	-14,8 %	37,4 %	43,5 %	28,6 %	75,7 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	28,8	22,4	25,5	14,9	19,9	17,6	23,6
Operating Assets Turnover	2,4	2,1	2,4	2,5	2,5	2,2	2,8
Capital Employed Turnover	1,2	1,1	1,0	1,1	1,3	1,0	1,2
Kapitalverzinsung							
ROCE	5,3 %	-7,7 %	2,6 %	12,6 %	14,3 %	8,6 %	19,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	9,4 %	8,5 %	7,9 %	18,1 %	19,4 %	12,7 %	22,0 %
ROE	4,3 %	-12,7 %	-5,5 %	12,4 %	11,6 %	6,4 %	14,0 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	4,4 %	-11,9 %	-5,4 %	13,8 %	12,2 %	6,6 %	15,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	4,5 %	-11,9 %	0,7 %	13,6 %	12,2 %	6,6 %	15,1 %
ROIC	3,5 %	-9,7 %	0,5 %	9,8 %	9,5 %	5,3 %	12,0 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-7,7	-9,4	-18,4	-37,0	-42,0	-55,3	-77,4
Net Gearing	-7,5 %	-10,4 %	-21,4 %	-34,8 %	-35,5 %	-43,7 %	-52,6 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	824,6 %	605,9 %	677,2 %	687,1 %	823,2 %	879,6 %	1024,0 %
Current ratio	2,7	2,5	3,1	2,8	3,1	3,6	3,5
Acid Test Ratio	1,2	1,1	1,6	1,3	1,5	1,8	2,0
EBITDA / Zinsaufwand	13,1	7,4	10,5	71,8	50,5	22,1	42,3
Netto Zinsdeckung	20,3	n.a.	29,0	50,1	n.a.	39,9	100,0
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-9,6	2,4	8,9	13,0	4,2	13,3	22,2
Free Cash Flow / Umsatz	-6,6 %	2,0 %	8,5 %	9,3 %	2,4 %	8,8 %	11,4 %
Adj. Free Cash Flow	1,7	2,7	-0,6	18,7	23,1	15,7	31,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	4,2 %	3,4 %	3,8 %	12,4 %	11,5 %	8,4 %	11,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-219,0 %	-20,8 %	-186,1 %	98,1 %	30,7 %	163,7 %	107,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,5 %	2,5 %	2,5 %	0,0 %	1,1 %	0,8 %	0,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	8,9 %	9,6 %	5,8 %	2,0 %	3,3 %	5,6 %	5,6 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	7,6 %	10,8 %	3,1 %	2,1 %	1,0 %	1,8 %	1,4 %
Maint. Capex / Umsatz	1,4 %	1,8 %	1,9 %	1,4 %	1,1 %	1,3 %	1,3 %
CAPEX / Abschreibungen	238,5 %	71,6 %	33,4 %	48,1 %	27,0 %	47,2 %	71,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	37,8 %	45,0 %	44,4 %	30,8 %	30,7 %	40,5 %	31,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	289,8 %	452,3 %	332,9 %	160,7 %	240,6 %	265,9 %	275,5 %
Inventory processing period (Tage)	135	164	143	169	147	162	130
Receivables collection period (Tage)	64,2	69,5	52,1	41,1	48,0	53,0	55,0
Payables payment period (Tage)	22,1	15,4	15,7	25,6	20,0	20,0	20,0
Cash conversion cycle (Tage)	141	160	137	123	127	147	113
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	1,5	1,7	1,8	1,5	1,3	1,2	1,1
EV/sales	0,8	1,0	1,2	0,9	0,7	0,7	0,4
EV/EBITDA	11,6	12,8	14,8	6,0	4,7	6,0	2,5
EV/EBIT	20,7	n.m.	44,5	8,6	6,4	8,8	2,8
EV/FCF	n.m.	51,7	13,9	9,5	28,3	7,9	3,8
P/E	31,7	n.m.	n.m.	11,3	11,4	19,6	7,6
P/CF	12,4	22,2	neg.	11,5	7,5	10,4	6,4
Adj. Free Cash Flow Yield	1,3 %	2,2 %	n.a.	15,1 %	19,5 %	14,9 %	37,3 %

Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - Süss Microtec

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	4,4	-11,5	-4,8	13,2	13,7	8,1	20,6
+ Abschreibung + Amortisation	4,7	18,4	5,6	6,2	6,7	5,7	3,9
- Zinsergebnis (netto)	-0,3	-0,8	-0,1	-0,3	0,9	-0,3	-0,3
+ Steuern	1,2	2,1	2,1	1,0	5,9	3,6	9,1
- Erhaltungsinvestitionen	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,5
+ Sonstiges	-6,9	-4,8	-1,6	0,0	-0,1	0,0	-0,3
= Adjustierter Free Cash Flow	**1,7**	**2,7**	**-0,6**	**18,7**	**23,1**	**15,7**	**31,1**
Adjustierter Free Cash Flow Yield	1,3%	2,2%	-0,5%	15,1%	19,5%	14,9%	37,3%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	**123,7**	**123,7**	**123,7**	**123,7**	**118,7**	**105,4**	**83,3**
= Fairer Enterprise Value	**16,6**	**27,3**	**-**	**187,2**	**231,4**	**156,8**	**310,7**
- Nettoverschuldung (Cash)	-37,0	-37,0	-37,0	-37,0	-42,0	-55,3	-77,4
- Pensionsverbindlichkeiten	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
- Sonstige	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
= Faire Marktkapitalisierung	**50,3**	**61,0**	**-**	**220,9**	**270,1**	**208,7**	**384,8**
Aktienanzahl (Mio.)	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	**2,63**	**3,19**	**-**	**11,57**	**14,14**	**10,93**	**20,14**
Premium (-) / Discount (+) in %	-68,0%	-61,2%	-	40,4%	71,6%	32,6%	144,5%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	2,43	2,86	-	9,30	11,35	9,03	16,39
	12,0%	2,49	2,96	-	9,93	12,12	9,56	17,43
Fairer	11,0%	2,56	3,06	-	10,68	13,04	10,18	18,67
Free Cash Flow	**10,0%**	**2,63**	**3,19**	**-**	**11,57**	**14,14**	**10,93**	**20,14**
Yield	9,0%	2,73	3,35	-	12,66	15,49	11,84	21,95
	8,0%	2,85	3,55	-	14,02	17,17	12,98	24,21
	7,0%	3,01	3,81	-	15,77	19,34	14,44	27,11

Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - Süss Microtec

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	175,4	150,0	194,0	213,4	234,7	251,2	263,7	274,3	282,5	291,0	299,7	305,7	310,3	314,9
Veränderung	*26,1%*	*-14,5%*	*29,3%*	*10,0%*	*10,0%*	*7,0%*	*5,0%*	*4,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*3,0%*	*2,0%*	*1,5%*	*1,5%*
EBIT	18,6	12,0	30,0	32,0	35,2	37,7	39,6	41,1	42,4	43,6	45,0	45,9	46,5	47,2
EBIT-Marge	*10,6%*	*8,0%*	*15,5%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*
Steuerquote	*13,5%*	*18,5%*	*30,2%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*	*30,0%*
NOPAT	16,1	9,7	20,9	22,4	24,6	26,4	27,7	28,8	29,7	30,6	31,5	32,1	32,6	33,1
Abschreibungen	6,7	5,7	3,9	3,2	3,5	3,8	4,0	4,1	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7	4,7
in % vom Umsatz	*3,8%*	*3,8%*	*2,0%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-14,3	0,8	0,4	-10,5	-7,0	-5,4	-4,1	-3,5	-2,7	-2,8	-2,9	-2,0	-1,5	-1,5
- Investitionen	-2,6	-2,7	-2,8	-3,2	-3,5	-3,8	-4,0	-4,1	-4,2	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7
Investitionsquote	*1,5%*	*1,8%*	*1,4%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*
Übriges	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	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	5,8	13,6	22,5	11,9	17,6	21,0	23,5	25,3	26,9	27,8	28,6	30,1	31,1	31,5

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,30
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,50%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	1,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	146,0		
Terminal Value	88,8		
Verbindlichkeiten	-18,4		
Liquide Mittel	52,5	Aktienzahl (Mio.)	19,10
Eigenkapitalwert	**268,8**	**Wert je Aktie (EUR)**	**14,08**

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

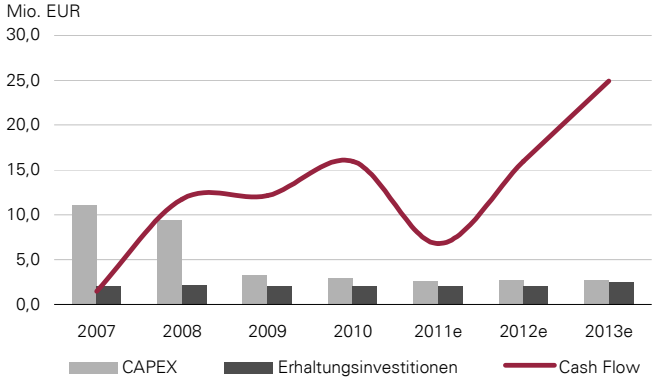
WACC	0,75%	1,00%	1,25%	**1,50%**	1,75%	2,00%	2,25%
11,50%	12,40	12,48	12,57	12,66	12,75	12,85	12,96
11,00%	13,02	13,12	13,22	13,33	13,44	13,56	13,68
10,75%	13,36	13,47	13,58	13,69	13,81	13,94	14,08
10,50%	13,72	13,83	13,95	**14,08**	14,21	14,35	14,50
10,25%	14,09	14,22	14,35	14,48	14,63	14,78	14,95
10,00%	14,49	14,62	14,77	14,91	15,07	15,24	15,42
9,50%	15,36	15,51	15,68	15,86	16,05	16,26	16,48

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	**0,0**	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,50%	11,34	11,78	12,22	12,66	13,09	13,53	13,97
11,00%	11,94	12,40	12,87	13,33	13,79	14,25	14,71
10,75%	12,27	12,74	13,22	13,69	14,17	14,64	15,12
10,50%	12,61	13,10	13,59	**14,08**	14,56	15,05	15,54
10,25%	12,97	13,48	13,98	14,48	14,99	15,49	15,99
10,00%	13,36	13,88	14,40	14,91	15,43	15,95	16,47
9,50%	14,20	14,76	15,31	15,86	16,42	16,97	17,52

Quelle: Warburg Research

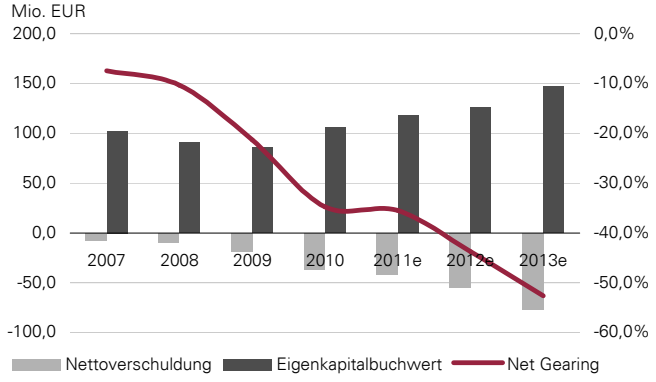
Investitionen und Cash Flow - Süss Microtec



Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Aktivierung von Entwicklungskosten beeinflusst CAPEX-Entwicklung…
- … wird zukünftig allerdings deutlich geringer ausfallen
- Working Capital Entwicklung determiniert Cash-Flow-Generierung

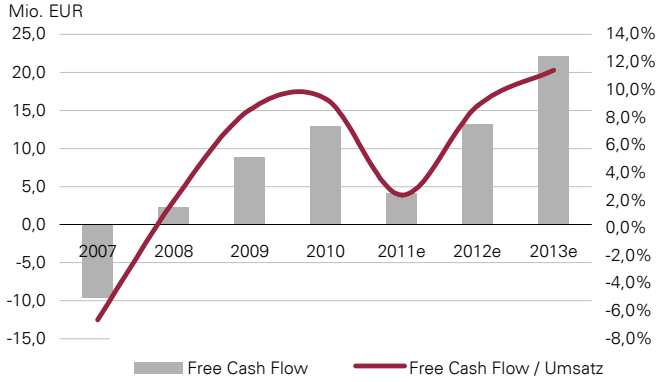
Bilanzqualität - Süss Microtec



Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Solide Bilanz mit EK-Quote > 60%
- Nettoliquidität in Höhe von EUR 35m per Ende 2010

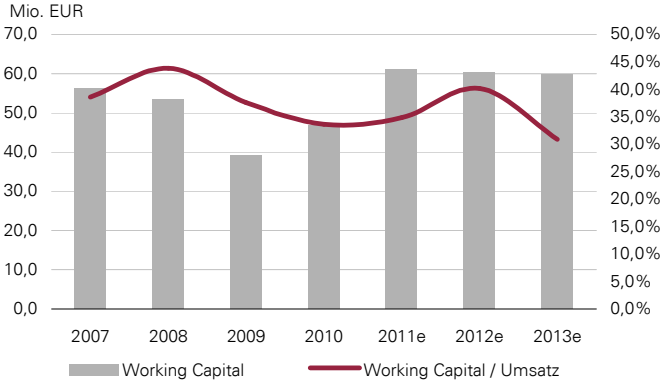
Free Cash Flow Generation - Süss Microtec



Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- FCF 2007 + 2009 durch Auf- + Abbau Working Capital beeinflusst
- FCF 2011 durch überproportionalen Aufbau von Working Capital belastet

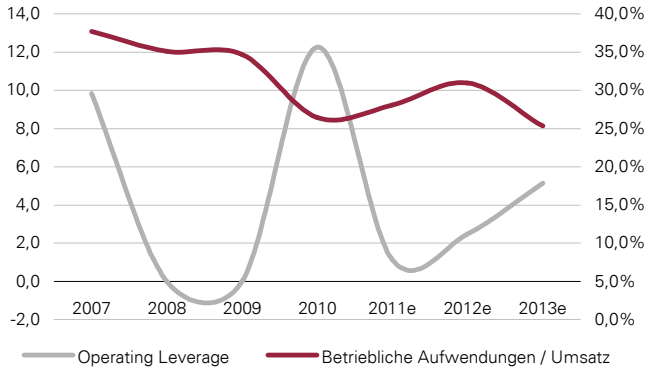
Working Capital - Süss Microtec



Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Lagerumschlag < 3 determiniert relativ hohes Working Capital von 35-40%
- Nachhaltige Verringerung des Working Capitals durch SAP-Einführung…
- …und Verringerung der Produktionsstandorte von 4 auf 2

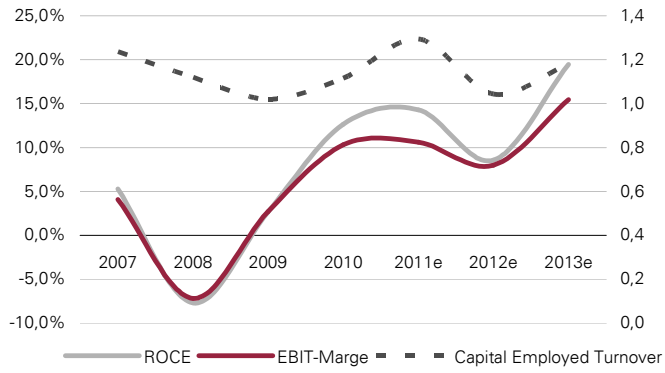
Operating Leverage - Süss Microtec



Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Hoher operativer Leverage ermöglicht…
- …unterproportinalen Anstieg der Kostenquoten mit Umsatzwachstum

ROCE Entwicklung - Süss Microtec



Quellen: Süss Microtec (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Erhöhung des Capital Employed Turnover…
- …und Erhöhung der Ergebnisqualität…
- …induzieren Rückkehr zu ROCEs >20% ab 2012

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

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

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

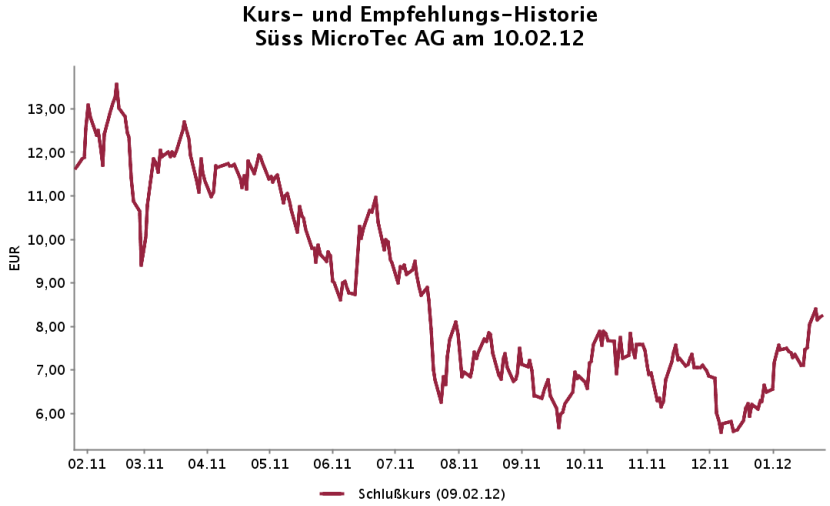
K **Kaufen**: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
H **Halten**: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
V **Verkaufen**: Es wird erwartet, dass der Preis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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	71%
Halten	43	24%
Verkaufen	7	4%
Empf. ausgesetzt	3	2%
Gesamt	**181**	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	100	71%
Halten	34	24%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	3	2%
Gesamt	**140**	



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

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com
Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com

WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	**Henner Rüschmeier** Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	**Jochen Reichert**	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	**Christopher Rodler**	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	**Malte Schaumann**	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	**Susanne Schwartze**	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	**Oliver Schwarz**	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	**Marc-René Tonn**	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	**Björn Voss**	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	**Andreas Wolf**	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Malte Räther	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	**Stephan Wulf**	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com		
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	**Markus Pähler** Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	**Claudia Vedder** Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com	**Katrin Wauker** Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com
Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com

M. M. WARBURG & CO
1798

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	**Holger Nass** Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	**Christian Alisch** Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	**Robert Conredel** Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	**Matthias Fritsch** Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	**Michael Kriszun** Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	**Philippe Lorrain** Equity Sales	+49 40 3282-2664 plorrain@mmwarburg.com
		Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	**Dirk Rosenfelder** Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com	**Julian Straube** Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com	**Philipp Stumpfegger** Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com