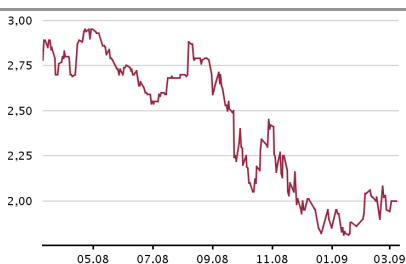


Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 4,00 (alt: 4,50)

Kurs EUR 2,00
Bloomberg SYT GR
Reuters SYTG
Branche Industriegüter

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


Aktien Daten: 23.03.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 11,0 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 9,6 Mio
Buchwert: EUR 16,5 Mio
Aktienanzahl: 5,5 Mio

Aktionäre:

 Freefloat 51,0 %
 Institutionelle Investoren 20,0 %
 Private Investoren 20,0 %
 Dr. Trier (CEO) 9,0 %

Termine:

 Zahlen 2008 31.03.2009
 Zahlen Q1 14.05.2009
 Zahlen Q2 14.08.2009
 HV 17.08.2009

Änderung	2008e		2009e		2010e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
Umsatz	33,2	0,2	35,1	-3,1	36,9	-4,9
EBIT	3,1	0,4	2,9	-1,7	3,3	-1,7
EPS	0,37	0,04	0,33	-0,21	0,37	-0,21

 Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 25.03.2009
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 wolf@ses.de

Starke Zahlen 2008 / Laufendes Jahr mit Unsicherheiten

Softing hat vorläufige Zahlen für das Jahr 2008 veröffentlicht. Eine detaillierte Guidance dürfte voraussichtlich nach den Zahlen für das zweite Quartal folgen.

Softing - Q4 2008

Angaben in Mio. EUR	Q4/08	Q4/08e	Q4/07	yoy	2008	2008e	2007	yoy
Umsatz	8,7	8,5	8,2	6,7%	33,4	33,2	29,0	15,3%
EBIT	1,0	0,6	0,5	88,3%	3,4	3,1	2,3	47,9%
Marge	11,6%	7,1%	6,5%		10,2%	9,3%	8,0%	

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

Mit den veröffentlichten Zahlen hat Softing die über der Unternehmensguidance (Umsatz > EUR 30 Mio. und EBIT > EUR 2,6 Mio.) liegenden Erwartungen getroffen. Das Umsatzwachstum wurde von beiden Segmenten getragen:

- Industrial Automation: + 26% yoy auf ca. EUR 18 Mio. Dieses Wachstum wurde flankiert von anorganischen Umsatzbeiträgen durch die seit Apr./2008 konsolidierte Gesellschaft INAT (u.a. Lösungen für die Vernetzung von Produktionsanlagen).
- Automotive Electronics (Lösungen zum Testen der Automobilelektronik in der Entwicklung oder in Werkstätten): + 5% yoy auf ca. EUR 15 Mio.

Skaleneffekte haben zum überproportionalen EBIT-Wachstum um 48% auf EUR 3,4 Mio. geführt.

Derzeit belasten Projektverzögerungen im Bereich der Geräte für die Fehlerdiagnose von Pkw und LKW – eine Folge der Tiefen der Rezession. Diese Projektverzögerungen werden teilweise kompensiert durch in Q1/2009 neu gewonnene Kunden im Segment Industrial Automation. Während der Auftragseingang im Januar von einer Nachfrageschwäche geprägt war, zeigte der Februar bereits eine leichte Erholung. Der Umsatz des laufenden Geschäftsjahres wird – trotz Umsatzbeiträgen durch INAT von drei Monaten – unter dem Niveau des Jahres 2008 erwartet.

Die Visibilität für das Jahr 2009 ist jedoch gering, daher wurde das Beta von 1,4 auf 1,5 erhöht und die Schätzungen reduziert. Der faire Wert auf Basis eines DCF-Modells wurde von zuvor EUR 4,50 auf EUR 4,00 gesenkt. Die momentanen Unsicherheiten bezüglich der Geschäftsentwicklung sowie hohe Bewertungsmultiples führen derzeit zu einer deutlichen Unterbewertung. Die gute Positionierung (u.a. Weltmarktführer bei Werkzeugen für die Auswertung von Fehlern in Produktionsanlagen oder europäischer Marktführer im Bereich der Vernetzung von Produktionsanlagen mit betriebswirtschaftlicher Software) wird derzeit aufgrund des im Jahresverlauf zu erwartenden negativen Newsflows durch die operative Entwicklung nicht gepreist.

 Der Buchwert abzüglich immaterieller Vermögenswerte von ca. EUR 1,70 sowie ein FCF-Yield 2009e von EUR 2,30 je Aktie sollten das Downside begrenzen. Aktienrückkäufe des Unternehmens dürften den Kurs ebenfalls stützen. **Aufgrund des Upsides gegenüber dem Kursziel von EUR 4,00 (DCF-Modell) lautet das Rating unverändert Kaufen.**

Geschäftsjahresende:	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
31.12.							
Umsatz	20,4	22,1	23,6	29,0	33,4	32,0	32,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	0,2 %	8,3 %	6,9 %	22,8 %	15,3 %	-4,2 %	0,0 %
Rohertrag	18,5	19,7	20,2	23,8	27,5	26,1	26,0
<i>Rohertragsmarge</i>	90,5 %	89,5 %	85,7 %	82,2 %	82,4 %	81,4 %	81,2 %
EBITDA	3,9	4,2	2,9	5,1	6,4	4,4	4,8
<i>EBITDA-Marge</i>	19,0 %	19,3 %	12,5 %	17,8 %	19,2 %	13,8 %	14,9 %
EBIT	0,8	1,1	-2,0	2,3	3,4	1,2	1,6
<i>EBIT-Marge</i>	3,7 %	4,8 %	-8,4 %	8,0 %	10,2 %	3,8 %	5,0 %
Jahresüberschuss	0,5	0,6	-1,4	1,2	2,3	0,6	0,9
EPS	0,09	0,11	-0,25	0,22	0,41	0,12	0,16
Free Cash Flow je Aktie	0,06	-0,22	-0,13	0,45	0,54	-0,15	0,05
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	2,8	2,6	3,7	2,1	1,5	2,4	2,1
EV/EBIT	14,4	10,4	-5,5	4,7	2,8	8,7	6,3
KGV	22,2	18,2	-8,0	9,1	4,9	16,7	12,5
ROCE	5,3 %	6,5 %	-11,3 %	13,2 %	17,5 %	5,9 %	8,1 %
Adj. Free Cash Flow Yield	6,1 %	11,1 %	0,1 %	22,7 %	32,3 %	12,0 %	15,0 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 2,00

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	20,4	22,1	23,6	29,0	33,4	32,0	32,0
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,6	2,3	2,2	1,8	2,3	2,1	2,0
Gesamtleistung	23,0	24,4	25,8	30,8	35,7	34,1	34,0
Materialaufwand	4,5	4,7	5,6	7,0	8,2	8,0	8,0
Rohertrag	18,5	19,7	20,2	23,8	27,5	26,1	26,0
Personalaufwendungen	11,9	12,4	13,7	15,0	17,0	17,0	17,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,9	0,8	0,4	0,3	0,5	0,1	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,5	3,9	3,9	4,0	4,6	4,8	4,7
EBITDA	3,9	4,2	2,9	5,1	6,4	4,4	4,8
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
EBITA	3,7	4,0	2,7	4,8	6,0	3,9	4,3
Abschreibungen auf iAV	2,9	2,9	4,6	2,5	2,6	2,7	2,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,8	1,1	-2,0	2,3	3,4	1,2	1,6
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,8	1,1	-2,1	2,3	3,4	1,2	1,6
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,8	1,1	-2,1	2,3	3,4	1,2	1,6
Steuern gesamt	0,3	0,5	-0,8	1,1	1,0	0,4	0,5
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,5	0,6	-1,4	1,2	2,4	0,8	1,1
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,5	0,6	-1,4	1,2	2,4	0,8	1,1
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
Jahresüberschuss	0,5	0,6	-1,4	1,2	2,3	0,6	0,9

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

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in % vom Umsatz

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	12,8 %	10,6 %	9,2 %	6,3 %	7,0 %	6,4 %	6,3 %
Gesamtleistung	112,8 %	110,6 %	109,2 %	106,3 %	107,0 %	106,4 %	106,3 %
Materialaufwand	22,3 %	21,1 %	23,6 %	24,2 %	24,6 %	25,0 %	25,1 %
Rohertrag	90,6 %	89,5 %	85,7 %	82,2 %	82,4 %	81,4 %	81,2 %
Personalaufwendungen	58,5 %	56,0 %	58,2 %	51,7 %	50,9 %	53,1 %	53,1 %
Sonstige betriebliche Erträge	4,3 %	3,4 %	1,6 %	1,1 %	1,5 %	0,3 %	1,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,3 %	17,6 %	16,6 %	13,8 %	13,8 %	14,8 %	14,7 %
EBITDA	19,0 %	19,3 %	12,5 %	17,8 %	19,2 %	13,8 %	14,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0 %	1,1 %	1,2 %	1,1 %	1,2 %	1,5 %	1,5 %
EBITA	18,0 %	18,1 %	11,3 %	16,7 %	18,0 %	12,3 %	13,4 %
Abschreibungen auf iAV	14,3 %	13,4 %	19,7 %	8,7 %	7,8 %	8,5 %	8,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	3,7 %	4,8 %	-8,4 %	8,0 %	10,2 %	3,8 %	5,0 %
Zinserträge	0,5 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,5 %	0,4 %	1,0 %	0,5 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Finanzergebnis	0,0 %	0,0 %	-0,6 %	-0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,7 %	4,8 %	-9,0 %	7,9 %	10,2 %	3,8 %	5,0 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	3,7 %	4,8 %	-9,0 %	7,9 %	10,2 %	3,8 %	5,0 %
Steuern gesamt	1,4 %	2,0 %	-3,3 %	3,7 %	3,1 %	1,1 %	1,5 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,3 %	2,7 %	-5,8 %	4,3 %	7,2 %	2,6 %	3,5 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,3 %	2,7 %	-5,8 %	4,3 %	7,2 %	2,6 %	3,5 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,3 %	0,6 %	0,8 %
Jahresüberschuss	2,3 %	2,7 %	-5,8 %	4,3 %	6,9 %	2,0 %	2,7 %

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

Bilanz Softing

In EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	4,2	7,8	6,0	5,7	7,4	7,4	7,5
davon übrige imm. VG	0,2	5,5	3,7	3,4	4,6	4,6	4,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	4,0	2,4	2,4	2,4	2,9	2,9	2,9
Sachanlagen	0,4	0,6	0,5	0,6	0,8	0,7	0,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	4,6	8,4	6,6	6,3	8,3	8,2	8,1
Vorräte	1,2	1,7	1,6	1,9	1,8	2,0	2,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,5	4,4	4,7	5,5	5,8	5,7	5,3
Sonstige Vermögensgegenstände	3,3	3,6	3,4	3,0	3,0	3,0	3,0
Liquide Mittel	6,3	4,7	2,7	4,9	4,8	4,0	4,2
Umlaufvermögen	14,3	14,4	12,4	15,4	15,4	14,7	14,6
Bilanzsumme (Aktiva)	18,9	22,8	19,0	21,7	23,7	22,9	22,7
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,0	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kapitalrücklage	0,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Gewinnrücklagen	6,4	6,8	5,4	6,9	9,1	9,8	10,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	-0,3	-0,3	0,5	-0,6	-1,7
Buchwert	12,3	13,7	12,4	13,9	17,0	16,5	16,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2
Eigenkapital	12,3	13,7	12,4	13,9	17,2	16,7	16,5
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,9	1,2	1,1	0,8	0,8	0,8	0,8
Rückstellungen gesamt	1,2	1,3	1,3	0,9	0,9	0,9	0,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	3,8	2,6	4,0	2,3	2,3	2,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,2	1,3	0,9	1,2	1,6	1,3	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	4,2	2,6	1,8	1,6	1,6	1,6	1,6
Verbindlichkeiten	6,6	9,0	6,5	7,8	6,5	6,2	6,2
Bilanzsumme (Passiva)	18,9	22,8	19,0	21,7	23,7	22,9	22,7

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

Bilanz Softing

In % der Bilanzsumme

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	22,3 %	34,3 %	31,7 %	26,3 %	31,4 %	32,5 %	33,1 %
davon übrige imm. VG	1,2 %	24,0 %	19,3 %	15,5 %	19,4 %	20,1 %	20,5 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	21,1 %	10,3 %	12,4 %	10,8 %	12,0 %	12,5 %	12,6 %
Sachanlagen	2,0 %	2,7 %	2,8 %	2,7 %	3,6 %	3,2 %	2,7 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	24,3 %	36,9 %	34,5 %	29,0 %	35,0 %	35,7 %	35,7 %
Vorräte	6,4 %	7,5 %	8,4 %	8,7 %	7,6 %	8,7 %	8,8 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,6 %	19,3 %	24,5 %	25,6 %	24,5 %	24,9 %	23,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	17,3 %	15,6 %	17,9 %	13,9 %	12,7 %	13,2 %	13,3 %
Liquide Mittel	33,5 %	20,7 %	14,4 %	22,7 %	20,3 %	17,3 %	18,7 %
Umlaufvermögen	75,8 %	63,1 %	65,3 %	70,9 %	65,1 %	64,1 %	64,1 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	26,5 %	24,1 %	29,5 %	26,0 %	23,8 %	24,6 %	24,8 %
Kapitalrücklage	4,7 %	6,5 %	8,9 %	7,8 %	7,1 %	7,4 %	7,4 %
Gewinnrücklagen	34,1 %	29,7 %	28,6 %	31,6 %	38,6 %	42,7 %	46,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	0,0 %	-1,4 %	-1,5 %	2,1 %	-2,7 %	-7,6 %
Buchwert	65,2 %	60,3 %	65,5 %	63,9 %	71,5 %	72,0 %	71,6 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,0 %	1,1 %	1,1 %
Eigenkapital	65,2 %	60,3 %	65,5 %	63,9 %	72,5 %	73,1 %	72,7 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	4,8 %	5,4 %	6,0 %	3,8 %	3,4 %	3,6 %	3,6 %
Rückstellungen gesamt	6,4 %	5,9 %	6,7 %	4,3 %	3,9 %	4,1 %	4,1 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	16,7 %	13,5 %	18,4 %	9,7 %	10,0 %	10,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,2 %	5,6 %	4,6 %	5,8 %	6,8 %	5,7 %	5,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	22,3 %	11,6 %	9,4 %	7,6 %	6,9 %	7,2 %	7,2 %
Verbindlichkeiten	34,9 %	39,7 %	34,2 %	36,0 %	27,3 %	26,9 %	27,1 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung Softing

In EUR Mio.

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,5	0,6	-1,4	1,2	2,4	0,8	1,1
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,9	2,9	4,6	2,5	2,6	2,7	2,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,2	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,4	0,3	-0,6	1,1	0,6	0,7	0,7
Cash Flow	3,8	3,6	3,0	5,2	6,0	4,7	5,0
Veränderung Vorräte	-0,1	0,2	0,1	-0,3	0,1	-0,2	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,6	-0,4	-0,3	-1,7	-0,3	0,1	0,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,3	-0,7	-0,4	1,9	0,0	-2,1	-2,0
Veränderung Working Capital	-0,4	-0,9	-0,6	-0,1	0,2	-2,5	-1,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	3,4	2,8	2,3	5,1	6,2	2,2	3,4
CAPEX	-3,1	-4,0	-3,1	-2,6	-3,2	-3,1	-3,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-1,5	-1,0	-0,4	-0,8	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	-3,1	-5,5	-4,0	-3,0	-4,0	-3,1	-3,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,7	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	-0,3	0,0	-0,6	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	1,1	-0,3	0,0	-2,3	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0,3	-1,6	-2,0	2,2	-0,1	-0,8	0,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	6,3	4,7	2,7	4,9	4,8	4,0	4,2

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

Kennzahlen Softing

	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	93,8 %	91,3 %	96,8 %	88,5 %	87,8 %	92,7 %	91,4 %
Umsatz je Mitarbeiter	130.615	121.895	119.172	138.603	139.167	116.364	116.364
EBITDA je Mitarbeiter	24.853	23.475	14.854	24.632	26.757	16.000	17.338
EBIT-Marge	3,7 %	4,8 %	-8,4 %	8,0 %	10,2 %	3,8 %	5,0 %
EBITDA / Operating Assets	98,5 %	78,3 %	49,7 %	76,0 %	93,8 %	61,8 %	72,2 %
ROA	10,1 %	7,2 %	-20,8 %	19,7 %	27,7 %	7,8 %	10,7 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	53,3	36,2	43,9	49,7	39,6	44,3	53,1
Operating Assets Turnover	5,2	4,1	4,0	4,3	4,9	4,5	4,8
Capital Employed Turnover	1,5	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6
Kapitalverzinsung							
ROCE	5,3 %	6,5 %	-11,3 %	13,2 %	17,5 %	5,9 %	8,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	27,4 %	26,2 %	16,7 %	29,4 %	32,8 %	21,8 %	24,0 %
ROE	3,8 %	4,4 %	-11,0 %	8,9 %	13,3 %	3,8 %	5,3 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	3,8 %	4,6 %	-10,4 %	9,4 %	15,4 %	5,0 %	6,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	3,8 %	4,6 %	-10,4 %	9,4 %	15,4 %	5,0 %	6,7 %
ROIC	3,0 %	2,9 %	-7,7 %	6,2 %	11,1 %	4,0 %	5,4 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-6,3	-0,9	-0,2	-0,9	-2,5	-1,7	-2,0
Net Gearing	-51,5 %	-6,7 %	-1,4 %	-6,7 %	-14,6 %	-10,0 %	-11,8 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	361,4 %	484,9 %	347,1 %	749,8 %	729,7 %	719,7 %
Current ratio	2,7	1,9	2,4	2,2	2,8	2,8	2,8
Acid Test Ratio	2,0	1,4	1,7	1,7	2,1	2,1	2,0
EBITDA / Zinsaufwand	39,6	44,3	13,0	36,8	64,2	44,0	47,7
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	0,3	-1,2	-0,7	2,5	3,0	-0,8	0,3
Free Cash Flow / Umsatz	1,4 %	-5,4 %	-3,1 %	8,5 %	8,9 %	-2,6 %	0,9 %
Adj. Free Cash Flow	0,7	1,2	0,0	2,5	3,1	1,3	1,5
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	15,6 %	15,3 %	8,1 %	14,0 %	13,2 %	9,5 %	10,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	62,8 %	-195,4 %	53,7 %	199,9 %	130,0 %	-131,3 %	31,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,6 %	1,8 %	2,3 %	3,2 %	2,1 %	2,3 %	2,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	2,5 %	7,1 %	4,3 %	3,2 %	4,4 %	4,4 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	15,2 %	17,9 %	13,0 %	9,0 %	9,6 %	9,6 %	9,7 %
Maint. Capex / Umsatz	2,9 %	3,2 %	3,2 %	2,9 %	2,7 %	2,8 %	3,1 %
CAPEX / Abschreibungen	98,9 %	123,7 %	62,2 %	92,4 %	106,6 %	96,3 %	98,2 %
Avg. Working Capital / Umsatz	17,4 %	19,0 %	21,6 %	20,0 %	18,2 %	19,4 %	19,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	299,8 %	344,5 %	529,5 %	444,1 %	362,5 %	438,5 %	407,7 %
Inventory processing period (Tage)	21,7	28,1	24,7	23,8	19,2	22,8	22,8
Receivables collection period (Tage)	62,9	72,7	72,1	69,9	63,0	65,0	60,0
Payables payment period (Tage)	21,0	21,1	13,6	15,7	17,0	15,0	15,0
Cash conversion cycle (Tage)	63,7	79,7	83,2	78,0	65,2	72,8	67,8
Bewertung							
P/B	0,9	0,8	0,9	0,8	0,6	0,7	0,7
EV/sales	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/EBITDA	2,8	2,6	3,7	2,1	1,5	2,4	2,1
EV/EBIT	14,4	10,4	-5,5	4,7	2,8	8,7	6,3
EV/FCF	37,3	-9,2	-14,9	4,4	3,2	-12,4	36,7
P/E	22,2	18,2	-8,0	9,1	4,9	16,7	12,5
P/CF	2,9	3,0	3,7	2,1	1,8	2,4	2,2

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

Free Cash Flow Yield - Softing

Angaben in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
Jahresüberschuss	0,5	0,6	-1,4	1,2	2,3	0,6	0,9	
+ Abschreibung + Amortisation	3,1	3,2	4,9	2,8	3,0	3,2	3,2	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Steuern	0,3	0,5	-0,8	1,1	1,0	0,4	0,5	
- Erhaltungsinvestitionen	0,6	0,7	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	
+ Sonstiges	-2,6	-2,3	-2,2	-1,8	-2,3	-2,1	-2,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	0,7	1,2	0,0	2,5	3,1	1,3	1,5	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	6,1%	11,1%	0,1%	22,7%	32,3%	12,0%	15,0%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	10,9	10,9	10,9	10,9	9,6	10,4	10,1	
= Fairer Enterprise Value	6,6	12,1	0,1	24,7	30,8	12,5	15,2	
- Nettoverschuldung (Cash)	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-2,5	-1,7	-2,0	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	
= Faire Marktkapitalisierung	6,8	12,3	0,2	24,8	32,3	13,1	16,1	
Aktienanzahl (Mio.)	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	1,23	2,22	0,04	4,50	5,86	2,38	2,92	
Premium (-) / Discount (+) in %	-38,6%	11,1%	-97,8%	125,2%	193,0%	19,0%	45,9%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	0,95	1,71	0,04	3,47	4,57	1,86	2,28
	12,0%	1,03	1,86	0,04	3,76	4,93	2,00	2,46
Fairer	11,0%	1,12	2,02	0,04	4,10	5,35	2,17	2,67
Free Cash Flow	10,0%	1,23	2,22	0,04	4,50	5,86	2,38	2,92
Yield	9,0%	1,36	2,47	0,05	5,00	6,48	2,63	3,22
	8,0%	1,53	2,77	0,05	5,63	7,26	2,95	3,61
	7,0%	1,75	3,17	0,05	6,43	8,26	3,35	4,10

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

DCF Modell - Softing

Angaben in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	33,4	32,0	32,0	33,1	34,4	35,7	36,9	38,1	39,2	40,2	41,2	42,1	42,9	43,8
Veränderung	15,3%	-4,2%	0,0%	3,5%	4,0%	3,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,0%	2,0%
EBIT	3,4	1,2	1,6	1,7	2,1	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	4,1
EBIT-Marge	10,2%	3,8%	5,0%	5,0%	6,0%	10,0%	10,0%	9,9%	9,8%	9,7%	9,6%	9,5%	9,4%	9,3%
Steuerquote	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%	30,0%
NOPAT	2,4	0,8	1,1	1,2	1,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,9
Abschreibungen	3,0	3,2	3,2	3,2	3,3	3,4	3,5	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,1	4,2
in % vom Umsatz	9,0%	10,0%	9,9%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	0,2	-0,4	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-3,2	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,2
Investitionsquote	9,6%	9,6%	9,7%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Übriges	0,5	0,5	0,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,9	1,0	2,0	0,5	0,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4

Modellparameter

Fremdkapitalquote	15,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,5%	WACC	10,67%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2021	14,7		
Terminal Value	7,3		
Verbindlichkeiten	-4,8		
Liquide Mittel	4,9	Aktienzahl (Mio.)	5,51
Eigenkapitalwert	22,1	Wert je Aktie (EUR)	4,01

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**Ewiges Wachstum**

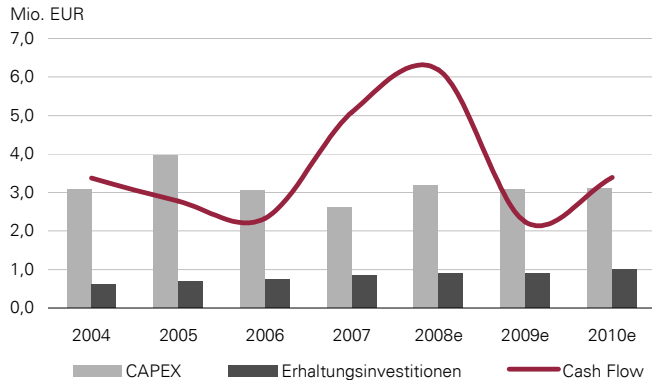
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
11,67%	3,54	3,57	3,59	3,62	3,65	3,68	3,71
11,17%	3,71	3,74	3,77	3,80	3,84	3,87	3,91
10,92%	3,80	3,84	3,87	3,90	3,94	3,98	4,02
10,67%	3,90	3,94	3,97	4,01	4,05	4,09	4,13
10,42%	4,00	4,04	4,08	4,12	4,16	4,21	4,26
10,17%	4,11	4,15	4,19	4,24	4,29	4,34	4,39
9,67%	4,35	4,40	4,45	4,50	4,56	4,62	4,68

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,67%	2,90	3,14	3,38	3,62	3,86	4,10	4,34
11,17%	3,05	3,30	3,55	3,80	4,05	4,31	4,56
10,92%	3,13	3,38	3,64	3,90	4,16	4,42	4,68
10,67%	3,21	3,48	3,74	4,01	4,27	4,54	4,80
10,42%	3,30	3,57	3,85	4,12	4,39	4,67	4,94
10,17%	3,40	3,68	3,96	4,24	4,52	4,80	5,08
9,67%	3,61	3,91	4,20	4,50	4,80	5,10	5,39

Quelle: SES Research

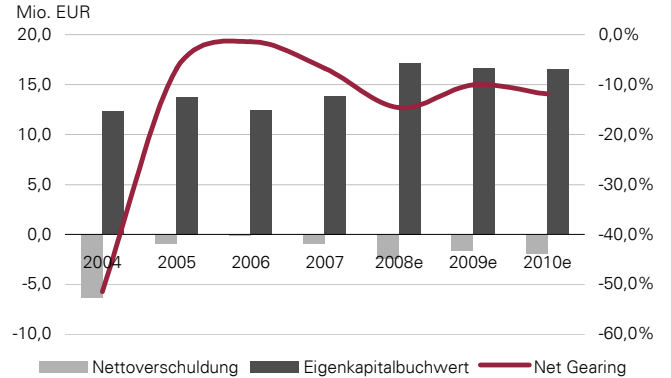
Softing - Investitionen und Cash Flow



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

- CAPEX resultieren hauptsächlich aus aktivierten Entwicklungsaufwendungen.
- Das Niveau der Erhaltungsinvestitionen ist niedrig.

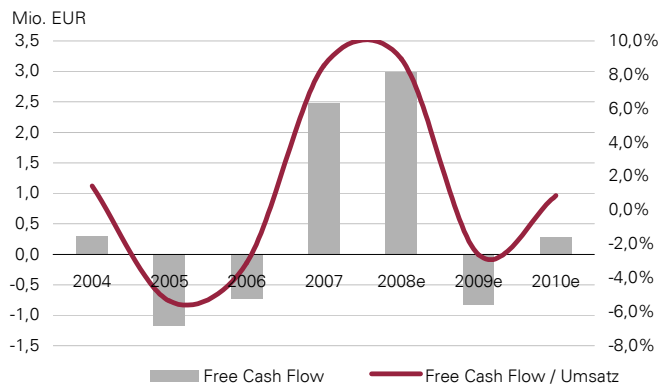
Softing - Bilanzqualität



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

- Solide Bilanz trotz eines hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte.

Softing - Free Cash Flow Generation



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

- 2006: Verzögerungen in der Entwicklung im Segment AE belasten den CF
- 2009e: Rezession wird FCF belasten.

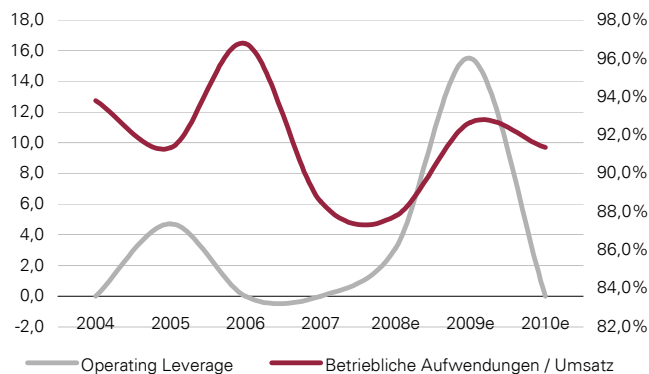
Softing - Working Capital



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

- Working Capital-Quote langfristig bei ca. 22% erwartet

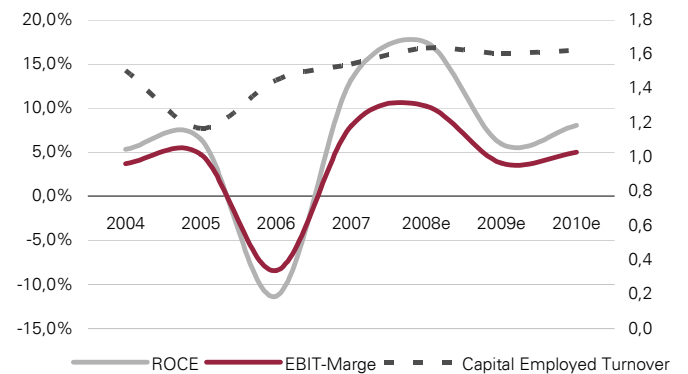
Softing - Operating Leverage



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

- 2008 ff: Anstieg der Quote betrieblicher Aufwendungen in Folge der Rezession.

Softing - ROCE Entwicklung



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

- In einem robusten wirtschaftlichen Umfeld sollte Softing...
 ■ ...EBIT-Margen von 10% erreichen.

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der SES 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 SES 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 SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES 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 SES 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.

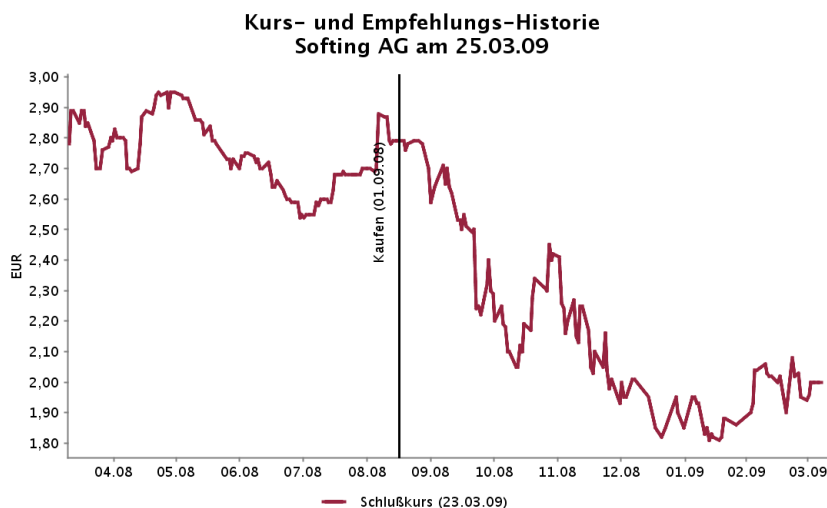
“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	55%
Halten	62	30%
Verkaufen	21	10%
Empf. ausgesetzt	9	4%
Gesamt	205	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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	79	64%
Halten	34	27%
Verkaufen	6	5%
Empf. ausgesetzt	5	4%
Gesamt	124	



SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 – 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 – 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 – 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 – 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 – 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 – 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 – 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 – 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 – 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 – 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 – 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 – 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 – 260 klingner@ses.de	Tim Oliver Wunderlich	+49 (0)40-309537 – 185 wunderlich@ses.de

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

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



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com	Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2696 mfritsch@mmwarburg.com	Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
Dr. James F. Jackson Equity Sales	49 (0)40-3282 – 2664 jjackson@mmwarburg.com	Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Wolf-Oliver Jürgens Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	Wiebke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
Denis Moreau Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@mmwarburg.com	Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		