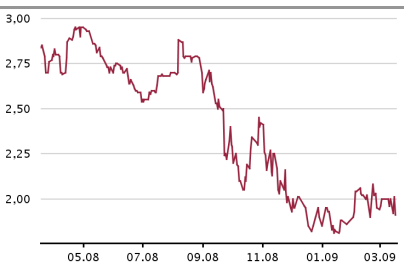


Kaufen (alt: Kaufen)

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

Kurs EUR 1,91
Bloomberg SYT GR
Reuters SYTG
Branche Industriegüter

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


Aktien Daten: 01.04.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 10,0 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 8,7 Mio
Buchwert: EUR 15,5 Mio
Aktienanzahl: 5,3 Mio

Aktionäre:

 Freefloat 51,0 %
 Private Investoren 20,0 %
 Dr. Trier (CEO) 14,8 %
 Institutionelle Investoren 14,2 %

Termine:

 Zahlen Q1 14.05.2009
 Zahlen Q2 14.08.2009
 HV 17.08.2009
 Zahlen Q3 13.11.2009

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
Umsatz	32,0	0	32,0	0	33,0	0
EBIT	1,2	0	1,6	0	1,9	0
EPS	0,12	0	0,16	0,01	0,20	0

 Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 02.04.2009
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 wolf@ses.de

Endgültige Zahlen 2008 bestätigen die vorläufig berichteten

Die von Softing berichteten endgültigen Zahlen entsprachen den vorläufigen.

Softing - Q4 2008

Angaben in Mio. EUR

	Q4/08	Q4/07	yoy	2008	2007	yoy
Umsatz	8,7	8,2	6,1 %	33,4	29,0	15,1 %
EBITDA	1,6	1,2	30,6 %	5,8	5,1	13,4 %
<i>Marge</i>	18,6 %	15,1 %		17,5 %	17,8 %	
EBIT	1,0	0,5	89,4 %	3,4	2,3	48,2 %
<i>Marge</i>	11,7 %	6,5 %		10,3 %	8,0 %	
EPS in EUR	0,14	0,08	75,0 %	0,46	0,22	109,1 %

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

Das organische Wachstum lag bei ca. 8% und entfiel überwiegend auf das Segment **Industrial Automation** (u.a. Produkte zur Vernetzung von Anlagen), das organisch um ca. 10% wuchs. Die seit 04/2008 konsolidierte Gesellschaft INAT hat EUR 2,0 Mio. zum Umsatzwachstum auf EUR 18,2 Mio. beigetragen. 2009 dürften konjunkturelle Einflüsse durch technologische Innovationen (z.B. Ethernet- oder funkgebundene Datenübertragungen oder „Embedded“-Lösungen) und der daraus resultierenden Nachfrage nach Lösungen von Softing abgedeckt werden.

Das Segment **Automotive Electronics** (2008: + 5,5% auf EUR 15,1 Mio.) wird im laufenden Geschäftsjahr durch deutliche Budgetkürzungen von Automobilherstellern beeinträchtigt sein. Projekte wie z.B. die Integration mobiler Consumer Electronic in die Kraftfahrzeugstruktur oder Diagnosetools für Werkstätten sollten das fehlende Geschäftsvolumen jedoch teilweise kompensieren. Letztere helfen Werkstätten, z.T. unentdeckte Fehler in Fahrzeugen zu diagnostizieren und fördern damit den Absatz im schwierigen wirtschaftlichen Umfeld.

Cashflow: Der operative Cashflow lag – trotz des Aufbaus von Working Capital – mit EUR 5,5 Mio. auf einem attraktiven Niveau. Die Reduzierung des Working Capitals sollte dazu beitragen, dass die **liquiden Mittel von Softing (per 31.12.2008 ca. EUR 5,6 Mio.)** geschont werden.

Eine detaillierte **Guidance** hat das Management nicht gegeben. Konjunkturelle Einflüsse dürften durch Umsatzbeiträge der seit April 2008 konsolidierten INAT sowie die Internationalisierung der Geschäftstätigkeit abgedeckt werden. Spuren eines zu Jahresbeginn schleppenden Auftrageingangs werden sich insbesondere in den ersten beiden Quartalen wiederfinden, sodass langfristig orientierten Investoren Einstiegsgelegenheiten geboten werden dürften. Neben der operativen Entwicklung dürften auch kleinere **Akquisitionen** z.B. zur Stärkung des Vertriebs und der Distribution den Newsflow bestimmen.

Das derzeitige Kursniveau hat der CEO genutzt, um seinen Anteil an Softing von ca. 10% auf ca. 14,8% zu erhöhen.

Das Rating lautet unverändert Kaufen mit einem Kursziel von EUR 4,00 auf Basis eines DCF-Modells. Der FCF-Yield 2009e deutet auf einen Wert von EUR 2,80.

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
31.12.							
Umsatz	22,1	23,6	29,0	33,4	32,0	32,0	33,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	8,3 %	6,9 %	22,8 %	15,1 %	-4,1 %	0,0 %	3,3 %
Rohrertrag	19,7	20,2	23,8	26,6	26,1	26,0	26,6
<i>Rohrertragsmarge</i>	89,5 %	85,7 %	82,2 %	79,9 %	81,4 %	81,2 %	80,7 %
EBITDA	4,2	2,9	5,1	5,8	4,4	4,8	5,1
<i>EBITDA-Marge</i>	19,3 %	12,5 %	17,8 %	17,5 %	13,8 %	14,9 %	15,6 %
EBIT	1,1	-2,0	2,3	3,4	1,2	1,6	1,9
<i>EBIT-Marge</i>	4,8 %	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	3,8 %	5,0 %	5,7 %
Jahresüberschuss	0,6	-1,4	1,2	2,5	0,6	0,9	1,1
EPS	0,11	-0,25	0,22	0,46	0,12	0,17	0,20
Free Cash Flow je Aktie	-0,22	-0,13	0,45	0,44	0,06	0,13	0,24
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	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,1	3,0	1,7	1,5	2,0	1,7	1,3
EV/EBIT	8,3	-4,4	3,8	2,5	7,2	5,0	3,6
KGV	17,4	-7,6	8,7	4,2	15,9	11,2	9,6
ROCE	6,5 %	-11,3 %	13,2 %	17,5 %	5,9 %	7,9 %	8,9 %
Adj. Free Cash Flow Yield	13,9 %	0,1 %	28,9 %	36,9 %	15,6 %	21,6 %	31,4 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 1,91

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	22,1	23,6	29,0	33,4	32,0	32,0	33,0
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	2,3	2,2	1,8	1,9	2,1	2,0	2,0
Gesamtleistung	24,4	25,8	30,8	35,2	34,1	34,0	35,0
Materialaufwand	4,7	5,6	7,0	8,6	8,0	8,0	8,4
Rohertrag	19,7	20,2	23,8	26,6	26,1	26,0	26,6
Personalaufwendungen	12,4	13,7	15,0	16,3	17,0	17,0	17,0
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	0,4	0,3	0,5	0,1	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,9	3,9	4,0	5,0	4,8	4,7	5,0
EBITDA	4,2	2,9	5,1	5,8	4,4	4,8	5,1
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
EBITA	4,0	2,7	4,8	5,5	3,9	4,3	4,7
Abschreibungen auf iAV	2,9	4,6	2,5	2,0	2,7	2,7	2,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,1	-2,0	2,3	3,4	1,2	1,6	1,9
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Finanzergebnis	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,1	-2,1	2,3	3,5	1,2	1,6	1,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	1,1	-2,1	2,3	3,5	1,2	1,6	1,9
Steuern gesamt	0,5	-0,8	1,1	1,0	0,4	0,5	0,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,6	-1,4	1,2	2,4	0,8	1,1	1,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,6	-1,4	1,2	2,4	0,8	1,1	1,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3
Jahresüberschuss	0,6	-1,4	1,2	2,5	0,6	0,9	1,1

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

Gewinn- und Verlustrechnung Softing

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
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	10,6 %	9,2 %	6,3 %	5,6 %	6,4 %	6,3 %	6,1 %
Gesamtleistung	110,6 %	109,2 %	106,3 %	105,6 %	106,4 %	106,3 %	106,1 %
Materialaufwand	21,1 %	23,6 %	24,2 %	25,7 %	25,0 %	25,1 %	25,4 %
Rohertrag	89,5 %	85,7 %	82,2 %	79,9 %	81,4 %	81,2 %	80,7 %
Personalaufwendungen	56,0 %	58,2 %	51,7 %	48,9 %	53,1 %	53,1 %	51,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	3,4 %	1,6 %	1,1 %	1,4 %	0,3 %	1,6 %	1,5 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,6 %	16,6 %	13,8 %	14,9 %	14,8 %	14,7 %	15,1 %
EBITDA	19,3 %	12,5 %	17,8 %	17,5 %	13,8 %	14,9 %	15,6 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1 %	1,2 %	1,1 %	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
EBITA	18,1 %	11,3 %	16,7 %	16,4 %	12,3 %	13,4 %	14,1 %
Abschreibungen auf iAV	13,4 %	19,7 %	8,7 %	6,1 %	8,5 %	8,4 %	8,4 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	4,8 %	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	3,8 %	5,0 %	5,7 %
Zinserträge	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,4 %	1,0 %	0,5 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %
Finanzergebnis	0,0 %	-0,6 %	-0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,8 %	-9,0 %	7,9 %	10,4 %	3,8 %	5,0 %	5,7 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	4,8 %	-9,0 %	7,9 %	10,4 %	3,8 %	5,0 %	5,7 %
Steuern gesamt	2,0 %	-3,3 %	3,7 %	3,1 %	1,1 %	1,5 %	1,7 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,7 %	-5,8 %	4,3 %	7,3 %	2,6 %	3,5 %	4,0 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,7 %	-5,8 %	4,3 %	7,3 %	2,6 %	3,5 %	4,0 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	0,6 %	0,8 %	0,8 %
Jahresüberschuss	2,7 %	-5,8 %	4,3 %	7,4 %	2,0 %	2,7 %	3,2 %

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

Bilanz Softing

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	7,8	6,0	5,7	6,8	6,7	6,5	6,2
davon übrige imm. VG	5,5	3,7	3,4	4,1	3,9	3,7	3,5
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	2,4	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7
Sachanlagen	0,6	0,5	0,6	0,8	0,7	0,7	0,8
Finanzanlagen	0,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Anlagevermögen	8,4	6,6	7,3	8,7	8,4	8,3	8,0
Vorräte	1,7	1,6	1,9	2,5	2,4	2,2	2,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,4	4,7	5,5	5,5	5,7	5,7	6,2
Sonstige Vermögensgegenstände	3,6	3,4	2,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Liquide Mittel	4,7	2,7	4,9	5,6	5,6	6,3	7,6
Umlaufvermögen	14,4	12,4	14,4	14,8	15,0	15,5	17,2
Bilanzsumme (Aktiva)	22,8	19,0	21,7	23,4	23,4	23,7	25,2
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	5,5	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Kapitalrücklage	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Gewinnrücklagen	6,8	5,4	6,9	9,5	10,1	11,0	12,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	-0,3	-0,3	-1,1	-2,0	-2,7	-2,4
Buchwert	13,7	12,4	13,9	15,7	15,5	15,6	17,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2
Eigenkapital	13,7	12,4	13,9	15,9	15,6	15,8	17,2
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,2	1,1	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Rückstellungen gesamt	1,3	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,8	2,6	4,0	3,5	3,5	3,5	3,5
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,3	0,9	1,2	1,0	1,2	1,3	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	2,6	1,8	1,5	2,1	2,1	2,1	2,1
Verbindlichkeiten	9,0	6,5	7,8	7,5	7,7	7,8	8,0
Bilanzsumme (Passiva)	22,8	19,0	21,7	23,4	23,4	23,7	25,2

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

Bilanz Softing

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	34,3 %	31,7 %	26,3 %	29,2 %	28,5 %	27,3 %	24,6 %
davon übrige imm. VG	24,0 %	19,3 %	15,5 %	17,5 %	16,8 %	15,8 %	13,8 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	10,3 %	12,4 %	10,8 %	11,7 %	11,7 %	11,5 %	10,9 %
Sachanlagen	2,7 %	2,8 %	2,7 %	3,5 %	3,1 %	3,2 %	3,0 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	4,5 %	4,4 %	4,4 %	4,3 %	4,1 %
Anlagevermögen	36,9 %	34,5 %	33,5 %	37,1 %	36,0 %	34,8 %	31,7 %
Vorräte	7,5 %	8,4 %	8,7 %	10,7 %	10,3 %	9,3 %	8,7 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,3 %	24,5 %	25,6 %	23,3 %	24,4 %	24,1 %	24,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	15,6 %	17,9 %	9,4 %	5,3 %	5,3 %	5,3 %	5,0 %
Liquide Mittel	20,7 %	14,4 %	22,7 %	23,8 %	24,0 %	26,6 %	30,1 %
Umlaufvermögen	63,1 %	65,3 %	66,3 %	63,1 %	64,0 %	65,2 %	68,4 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	24,1 %	29,5 %	26,0 %	24,1 %	24,1 %	23,8 %	22,4 %
Kapitalrücklage	6,5 %	8,9 %	7,8 %	7,2 %	7,2 %	7,1 %	6,7 %
Gewinnrücklagen	29,7 %	28,6 %	31,6 %	40,6 %	43,3 %	46,4 %	47,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	-1,4 %	-1,5 %	-4,6 %	-8,5 %	-11,3 %	-9,5 %
Buchwert	60,3 %	65,5 %	63,9 %	67,2 %	66,1 %	66,0 %	67,5 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	0,8 %	0,7 %	0,7 %
Eigenkapital	60,3 %	65,5 %	63,9 %	68,0 %	66,9 %	66,7 %	68,2 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	5,4 %	6,0 %	3,8 %	2,6 %	2,6 %	2,5 %	2,4 %
Rückstellungen gesamt	5,9 %	6,7 %	4,7 %	4,3 %	4,3 %	4,3 %	4,0 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	16,7 %	13,5 %	18,4 %	14,8 %	14,8 %	14,6 %	13,7 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,6 %	4,6 %	5,8 %	4,2 %	5,1 %	5,5 %	6,0 %
Sonstige Verbindlichkeiten	11,6 %	9,4 %	7,1 %	8,8 %	8,8 %	8,7 %	8,2 %
Verbindlichkeiten	39,7 %	34,2 %	36,0 %	32,2 %	33,1 %	33,1 %	31,9 %
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.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,6	-1,4	1,2	2,4	0,8	1,1	1,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	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	4,6	2,5	2,0	2,7	2,7	2,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,3	-0,6	1,1	1,1	0,7	0,7	0,0
Cash Flow	3,6	3,0	5,2	6,0	4,7	5,0	4,6
Veränderung Vorräte	0,2	0,1	-0,3	-0,4	0,1	0,2	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	-0,3	-1,7	0,6	-0,2	0,0	-0,5
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,1	0,2
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,7	-0,4	1,9	-0,6	-1,5	-1,6	0,0
Veränderung Working Capital	-0,9	-0,6	-0,1	-0,5	-1,4	-1,3	-0,3
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	2,8	2,3	5,1	5,5	3,3	3,7	4,3
CAPEX	-4,0	-3,1	-2,6	-3,2	-3,0	-3,0	-3,0
Zugänge aus Akquisitionen	-1,5	-1,0	-0,4	-1,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-5,5	-4,0	-3,0	-4,1	-3,0	-3,0	-3,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	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	-0,3	0,0	-0,8	-0,3	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	1,1	0,0	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	1,1	-0,3	0,0	-0,8	-0,3	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-1,6	-2,0	2,2	0,6	0,1	0,7	1,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	4,7	2,7	4,9	5,6	5,6	6,3	7,6

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

Kennzahlen Softing

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	91,3 %	96,8 %	88,5 %	88,1 %	92,7 %	91,4 %	90,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	121.895	119.172	138.603	141.938	133.333	133.333	137.667
EBITDA je Mitarbeiter	23.475	14.854	24.632	24.841	18.333	19.867	21.449
EBIT-Marge	4,8 %	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	3,8 %	5,0 %	5,7 %
EBITDA / Operating Assets	78,3 %	49,7 %	76,0 %	75,1 %	57,7 %	64,9 %	67,3 %
ROA	7,2 %	-20,8 %	17,0 %	28,5 %	7,6 %	10,5 %	13,3 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	36,2	43,9	49,7	41,3	44,0	42,8	44,0
Operating Assets Turnover	4,1	4,0	4,3	4,3	4,2	4,4	4,3
Capital Employed Turnover	1,2	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,5
Kapitalverzinsung							
ROCE	6,5 %	-11,3 %	13,2 %	17,5 %	5,9 %	7,9 %	8,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	26,2 %	16,7 %	29,3 %	29,7 %	21,7 %	23,6 %	24,5 %
ROE	4,4 %	-11,0 %	8,9 %	15,5 %	4,1 %	5,5 %	6,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	4,6 %	-10,4 %	9,4 %	16,4 %	5,3 %	7,1 %	8,0 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	4,6 %	-10,4 %	9,4 %	16,4 %	5,3 %	7,1 %	8,0 %
ROIC	2,9 %	-7,7 %	6,2 %	11,3 %	3,9 %	5,2 %	5,7 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-0,9	-0,2	-0,9	-2,1	-2,2	-2,9	-4,1
Net Gearing	-6,7 %	-1,4 %	-6,7 %	-13,2 %	-13,8 %	-18,0 %	-24,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	361,4 %	484,9 %	347,1 %	459,8 %	452,3 %	457,2 %	496,6 %
Current ratio	1,9	2,4	2,1	2,3	2,2	2,3	2,5
Acid Test Ratio	1,4	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,9
EBITDA / Zinsaufwand	44,3	13,0	36,8	41,4	44,0	47,7	51,5
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-1,2	-0,7	2,5	2,4	0,3	0,7	1,3
Free Cash Flow / Umsatz	-5,4 %	-3,1 %	8,5 %	7,1 %	1,0 %	2,2 %	3,9 %
Adj. Free Cash Flow	1,2	0,0	2,5	3,2	1,4	1,7	2,1
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	15,3 %	8,1 %	14,2 %	13,9 %	9,8 %	10,6 %	11,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-195,4 %	53,7 %	199,9 %	95,4 %	47,5 %	79,1 %	120,8 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,8 %	2,3 %	3,2 %	3,6 %	1,8 %	1,7 %	1,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,5 %	7,1 %	4,3 %	3,8 %	2,9 %	2,9 %	2,9 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	17,9 %	13,0 %	9,0 %	9,5 %	9,2 %	9,4 %	9,1 %
Maint. Capex / Umsatz	3,2 %	3,2 %	2,8 %	2,4 %	2,5 %	2,5 %	2,4 %
CAPEX / Abschreibungen	123,7 %	62,2 %	92,4 %	131,3 %	92,2 %	94,7 %	91,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	19,0 %	21,6 %	20,0 %	19,7 %	21,7 %	21,1 %	20,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	344,5 %	529,5 %	444,1 %	550,6 %	475,0 %	438,5 %	413,3 %
Inventory processing period (Tage)	28,1	24,7	23,8	27,4	27,0	25,2	24,3
Receivables collection period (Tage)	72,7	72,1	69,9	59,7	65,0	65,0	68,0
Payables payment period (Tage)	21,1	13,6	15,7	10,8	14,0	15,0	17,0
Cash conversion cycle (Tage)	79,7	83,2	78,0	76,2	78,0	75,2	75,3
Bewertung							
P/B	0,7	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
EV/sales	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	2,1	3,0	1,7	1,5	2,0	1,7	1,3
EV/EBIT	8,3	-4,4	3,8	2,5	7,2	5,0	3,6
EV/FCF	-7,4	-11,9	3,5	3,7	28,5	11,6	5,2
P/E	17,4	-7,6	8,7	4,2	15,9	11,2	9,6
P/CF	2,8	3,4	1,9	1,7	2,1	2,0	2,2

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

Free Cash Flow Yield - Softing

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
Jahresüberschuss	0,6	-1,4	1,2	2,5	0,6	0,9	1,1	
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	4,9	2,8	2,4	3,2	3,2	3,3	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Steuern	0,5	-0,8	1,1	1,0	0,4	0,5	0,6	
- Erhaltungsinvestitionen	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
+ Sonstiges	-2,3	-2,2	-1,8	-1,9	-2,1	-2,0	-2,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	1,2	0,0	2,5	3,2	1,4	1,7	2,1	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	13,2%	0,1%	27,5%	35,0%	14,8%	20,4%	29,3%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	9,2	9,2	9,2	9,2	9,1	8,4	7,2	
= Fairer Enterprise Value	12,1	0,1	25,2	32,1	13,5	17,2	21,0	
- Nettoverschuldung (Cash)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,2	-2,8	-4,1	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Sonstige	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
= Faire Marktkapitalisierung	13,5	1,4	26,5	33,5	14,9	19,3	24,3	
Aktienanzahl (Mio.)	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	2,56	0,28	5,05	6,36	2,83	3,66	4,63	
Premium (-) / Discount (+) in %	28,0%	-86,2%	152,4%	218,2%	41,6%	83,1%	131,5%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	2,03	0,27	3,94	4,95	2,24	2,91	3,71
	12,0%	2,18	0,27	4,25	5,35	2,40	3,12	3,96
Fairer	11,0%	2,35	0,27	4,61	5,81	2,60	3,37	4,27
Free Cash Flow	10,0%	2,56	0,28	5,05	6,36	2,83	3,66	4,63
Yield	9,0%	2,82	0,28	5,58	7,04	3,12	4,03	5,07
	8,0%	3,14	0,28	6,25	7,89	3,47	4,48	5,63
	7,0%	3,55	0,29	7,10	8,98	3,93	5,06	6,34

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

DCF Modell - Softing

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	32,0	32,0	33,0	34,4	35,6	36,8	38,0	39,1	40,1	41,1	42,0	42,8	43,7	44,6
Veränderung	-4,1%	0,0%	3,3%	4,0%	3,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
EBIT	1,2	1,6	1,9	2,2	2,9	3,7	3,7	3,8	3,8	3,9	3,9	3,9	3,9	4,0
EBIT-Marge	3,8%	5,0%	5,7%	6,5%	8,0%	10,0%	9,9%	9,7%	9,6%	9,4%	9,3%	9,1%	9,0%	8,9%
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	0,8	1,1	1,3	1,6	2,0	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,8	2,8
Abschreibungen	3,2	3,2	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3
in % vom Umsatz	10,0%	9,9%	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	0,1	0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-3,0	-3,0	-3,0	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,8	-3,8	-3,9	-4,0	-4,1	-4,2	-4,3
Investitionsquote	9,2%	9,4%	9,1%	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	0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Free Cash Flow (WACC-Modell)	1,6	2,0	1,0	0,9	1,5	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3

Modellparameter

Fremdkapitalquote	15,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	6,5%	WACC	10,78%
Marktrendite	9,25%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	13,0		
Terminal Value	6,3		
Verbindlichkeiten	-4,1		
Liquide Mittel	5,6	Aktienzahl (Mio.)	5,26
Eigenkapitalwert	20,8	Wert je Aktie (EUR)	3,96

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

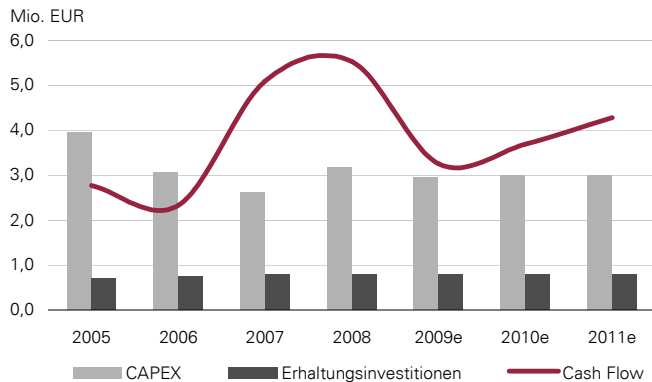
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
11,78%	3,52	3,54	3,56	3,58	3,61	3,64	3,66
11,28%	3,68	3,71	3,74	3,76	3,79	3,82	3,86
11,03%	3,77	3,80	3,83	3,86	3,89	3,93	3,96
10,78%	3,87	3,90	3,93	3,96	4,00	4,04	4,08
10,53%	3,97	4,00	4,04	4,07	4,11	4,15	4,20
10,28%	4,08	4,11	4,15	4,19	4,23	4,28	4,33
9,78%	4,31	4,35	4,40	4,44	4,50	4,55	4,61

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,78%	2,88	3,11	3,35	3,58	3,82	4,05	4,29
11,28%	3,02	3,27	3,52	3,76	4,01	4,26	4,51
11,03%	3,10	3,35	3,61	3,86	4,12	4,37	4,62
10,78%	3,18	3,44	3,70	3,96	4,23	4,49	4,75
10,53%	3,27	3,54	3,80	4,07	4,34	4,61	4,88
10,28%	3,36	3,64	3,91	4,19	4,47	4,74	5,02
9,78%	3,56	3,85	4,15	4,44	4,74	5,03	5,33

Quelle: SES Research

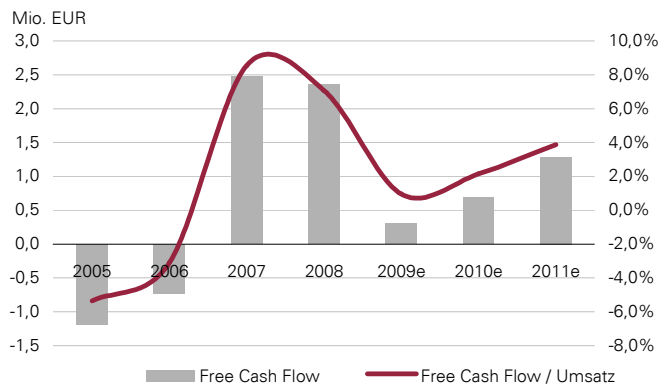
Softing - Investitionen und Cash Flow



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

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

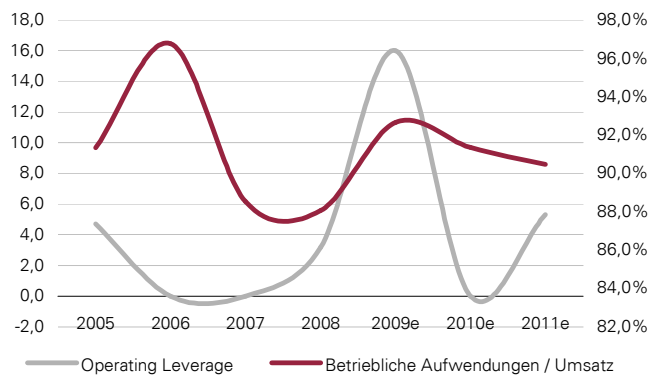
Softing - Free Cash Flow Generation



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

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

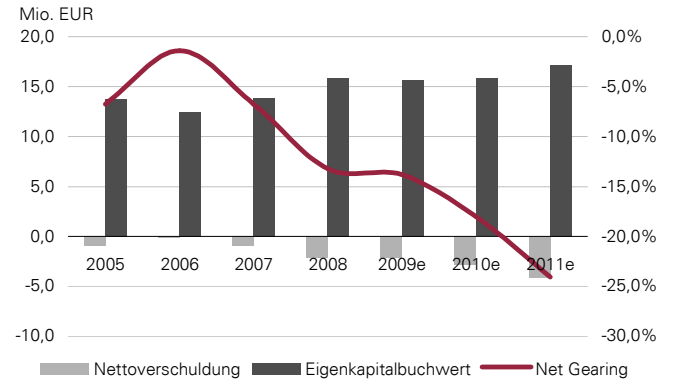
Softing - Operating Leverage



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

- 2009e: Anstieg der Quote betrieblicher Aufwendungen in Folge der Rezession.

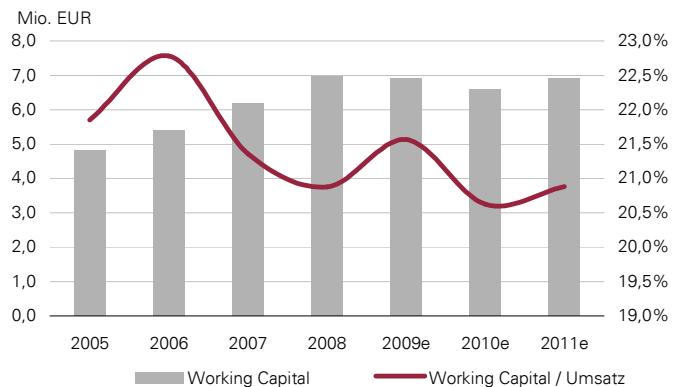
Softing - Bilanzqualität



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

- Solide Bilanz trotz eines hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte.

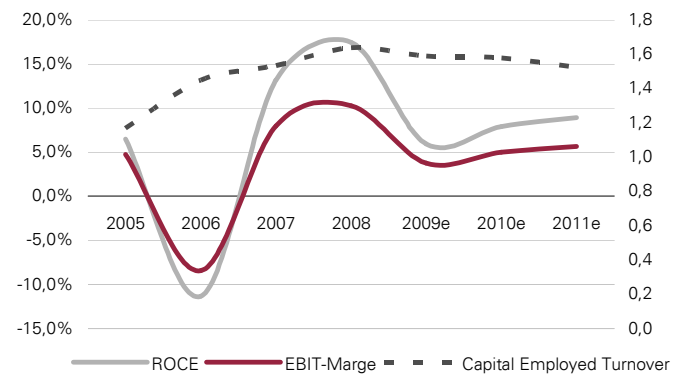
Softing - Working Capital



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

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

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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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.

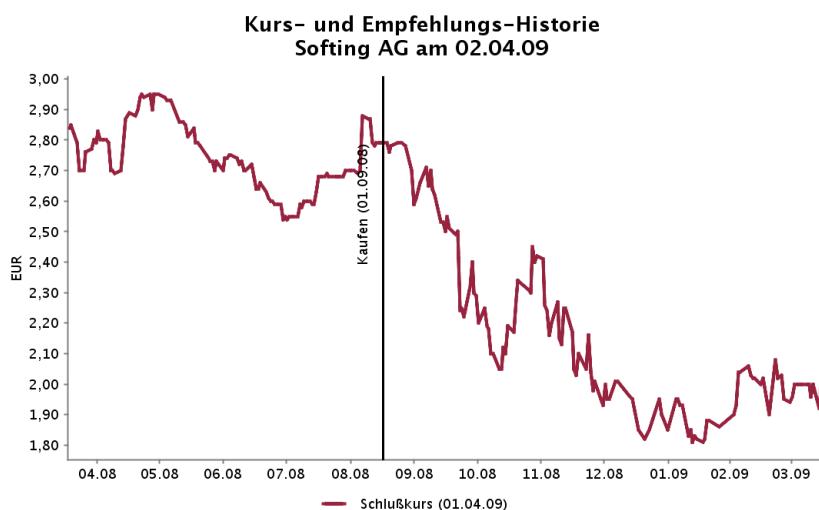
“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	113	55%
Halten	60	29%
Verkaufen	23	11%
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	78	63%
Halten	34	27%
Verkaufen	6	5%
Empf. ausgesetzt	6	5%
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		