

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

**Kurs** EUR 2,16  
**Bloomberg** SYT GR  
**Reuters** SYTG  
**Branche** Industriegüter

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



Aktien Daten: 15.05.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 11,4 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 10,0 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:**

HV 26.05.2009  
 Zahlen Q2 14.08.2009  
 Zahlen Q3 13.11.2009

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
<b>Umsatz</b>	32,0	0	32,0	0	33,0	0
<b>EBIT</b>	1,2	0	1,6	0	1,9	0
<b>EPS</b>	0,12	0	0,17	0	0,20	0

Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 18.05.2009  
 Analyst: Andreas Wolf  
 +49 (0)40-309537-140  
 wolf@ses.de

**Zahlen Q1 zeigen Spuren konjunktureller Einflüsse**

Softing hat Zahlen Q1/2009 veröffentlicht. Diese spiegeln nicht unerwartet Einflüsse der konjunkturellen Entwicklung und eines schwachen Auftragseingangs in Q4/2008 wider.

**Softing - Q1 2009**

Angaben in Mio. EUR	Q1/09	Q1/08	yoy	2009e	2008	yoy
<b>Umsatz</b>	6,2	7,1	-12,7 %	32,0	33,4	-4,1 %
<b>EBITDA</b>	-0,2	1,2	-	4,4	5,8	-24,6 %
<i>Marge</i>	-2,5 %	16,8 %		13,8 %	17,5 %	
<b>EBIT</b>	-0,8	0,6	-	1,2	3,4	-65,0 %
<i>Marge</i>	-13,6 %	8,9 %		3,8 %	10,3 %	
<b>EPS in EUR</b>	-0,09	0,08	-	0,12	0,46	-73,9 %

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

Der Umsatz im **Segment Industrial Automation** bewegte sich auf einem stabilen Niveau: EUR 4 Mio. (+ 3%) yoy. Hier hat die im April 2008 übernommene Gesellschaft INAT (Entwickler und Anbieter von Produkten und Dienstleistungen rund um die industrielle Ethernet-Vernetzung) den Umsatz stabilisiert.

Mit -30% auf EUR 2,2 Mio. fällt der Umsatzrückgang im **Segment Automotive** besonders stark aus – ursächlich sind Sparmaßnahmen bei Automobilherstellern.

Die **Bottom Line** war durch Rückstellungen im Rahmen der Restrukturierung des Segments Automotive in Höhe von EUR 0,5 Mio. belastet: Softing hat Geschäftsfelder, die mittelfristig nur unzureichende Renditeperspektiven bieten (u.a. im Motorsport), eingestellt.

Weitere Restrukturierungsaufwendungen werden nicht erwartet. Zudem hat Softing die Möglichkeit, durch Kurzarbeit weitere Einsparpotenziale zu nutzen. Damit dürfte die negative Ergebnisdynamik in den folgenden Quartalen weniger stark ausfallen. Zudem sollte es die geringere Kostenbasis erlauben, mittelfristig die Rentabilität zu steigern.

**Visibilität noch gering:** Angesichts der weiterhin bestehen Unsicherheiten, die mit der wirtschaftlichen Lage einhergehen, hat das Management keine Guidance veröffentlicht.

**Bilanzielle Situation komfortabel:** Zwar belastet derzeit der Newsflow aufgrund der schwachen operativen Entwicklung, jedoch befindet sich Softing mit einem Nettoliquiditätsbestand von EUR 4,5 Mio. in einer komfortablen finanziellen Situation.

**Bewertung:** Das Rating Kaufen mit einem Kursziel von EUR 4,00 auf Basis eines DCF-Modells wird bestätigt. Der Buchwert abzüglich immaterieller Vermögenswerte von EUR 1,60 begrenzt das Downside.

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>31.12.</b>							
<b>Umsatz</b>	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 %
<b>Rohrertrag</b>	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 %
<b>EBITDA</b>	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 %
<b>EBIT</b>	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 %
<b>Jahresüberschuss</b>	0,6	-1,4	1,2	2,5	0,6	0,9	1,1
<b>EPS</b>	0,11	-0,25	0,22	0,46	0,12	0,17	0,20
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-0,22	-0,13	0,45	0,44	0,06	0,13	0,24
<b>Dividende</b>	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.
<b>EV/Umsatz</b>	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
<b>EV/EBITDA</b>	2,4	3,4	1,9	1,7	2,3	1,9	1,6
<b>EV/EBIT</b>	9,5	-5,0	4,3	2,9	8,3	5,8	4,3
<b>KGV</b>	19,6	-8,6	9,8	4,7	18,0	12,7	10,8
<b>ROCE</b>	6,5 %	-11,3 %	13,2 %	17,5 %	5,9 %	7,9 %	8,9 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	12,1 %	0,1 %	25,1 %	32,0 %	13,5 %	18,5 %	26,2 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 2,16

**Gewinn- und Verlustrechnung Softing**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>22,1</b>	<b>23,6</b>	<b>29,0</b>	<b>33,4</b>	<b>32,0</b>	<b>32,0</b>	<b>33,0</b>
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
<b>Gesamtleistung</b>	<b>24,4</b>	<b>25,8</b>	<b>30,8</b>	<b>35,2</b>	<b>34,1</b>	<b>34,0</b>	<b>35,0</b>
Materialaufwand	4,7	5,6	7,0	8,6	8,0	8,0	8,4
<b>Rohertrag</b>	<b>19,7</b>	<b>20,2</b>	<b>23,8</b>	<b>26,6</b>	<b>26,1</b>	<b>26,0</b>	<b>26,6</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5
<b>EBITA</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>
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
<b>EBIT</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>2,3</b>	<b>3,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
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
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>3,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>
Steuern gesamt	0,5	-0,8	1,1	1,0	0,4	0,5	0,6
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung Softing**

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
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 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>110,6 %</b>	<b>109,2 %</b>	<b>106,3 %</b>	<b>105,6 %</b>	<b>106,4 %</b>	<b>106,3 %</b>	<b>106,1 %</b>
Materialaufwand	21,1 %	23,6 %	24,2 %	25,7 %	25,0 %	25,1 %	25,4 %
<b>Rohertrag</b>	<b>89,5 %</b>	<b>85,7 %</b>	<b>82,2 %</b>	<b>79,9 %</b>	<b>81,4 %</b>	<b>81,2 %</b>	<b>80,7 %</b>
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 %
<b>EBITDA</b>	<b>19,3 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>17,8 %</b>	<b>17,5 %</b>	<b>13,8 %</b>	<b>14,9 %</b>	<b>15,6 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1 %	1,2 %	1,1 %	1,1 %	1,5 %	1,5 %	1,5 %
<b>EBITA</b>	<b>18,1 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>16,7 %</b>	<b>16,4 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>13,4 %</b>	<b>14,1 %</b>
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 %
<b>EBIT</b>	<b>4,8 %</b>	<b>-8,4 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>10,3 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>5,7 %</b>
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 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,8 %</b>	<b>-9,0 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>5,7 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>4,8 %</b>	<b>-9,0 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>3,8 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>5,7 %</b>
Steuern gesamt	2,0 %	-3,3 %	3,7 %	3,1 %	1,1 %	1,5 %	1,7 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,7 %</b>	<b>-5,8 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>4,0 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>2,7 %</b>	<b>-5,8 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>4,0 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	0,6 %	0,8 %	0,8 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,7 %</b>	<b>-5,8 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>3,2 %</b>

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

**Bilanz Softing**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
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
<b>Anlagevermögen</b>	<b>8,4</b>	<b>6,6</b>	<b>7,3</b>	<b>8,7</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,0</b>
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
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14,4</b>	<b>12,4</b>	<b>14,4</b>	<b>14,8</b>	<b>15,0</b>	<b>15,5</b>	<b>17,2</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>22,8</b>	<b>19,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,4</b>	<b>23,4</b>	<b>23,7</b>	<b>25,2</b>
<b>Passiva</b>							
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
<b>Eigenkapital</b>	<b>13,7</b>	<b>12,4</b>	<b>13,9</b>	<b>15,9</b>	<b>15,6</b>	<b>15,8</b>	<b>17,2</b>
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
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>9,0</b>	<b>6,5</b>	<b>7,8</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>22,8</b>	<b>19,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,4</b>	<b>23,4</b>	<b>23,7</b>	<b>25,2</b>

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

**Bilanz Softing**

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
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 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>36,9 %</b>	<b>34,5 %</b>	<b>33,5 %</b>	<b>37,1 %</b>	<b>36,0 %</b>	<b>34,8 %</b>	<b>31,7 %</b>
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 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>63,1 %</b>	<b>65,3 %</b>	<b>66,3 %</b>	<b>63,1 %</b>	<b>64,0 %</b>	<b>65,2 %</b>	<b>68,4 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
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 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>60,3 %</b>	<b>65,5 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>68,0 %</b>	<b>66,9 %</b>	<b>66,7 %</b>	<b>68,2 %</b>
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 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>39,7 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>36,0 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>33,1 %</b>	<b>33,1 %</b>	<b>31,9 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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
<b>Cash Flow</b>	<b>3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>5,2</b>	<b>6,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>
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
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>
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
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-3,0</b>
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
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	-1,6	-2,0	2,2	0,6	0,1	0,7	1,3
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>4,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,6</b>

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

## Kennzahlen Softing

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Operative Effizienz</b>							
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 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
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
<b>Kapitalverzinsung</b>							
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 %
<b>Solvanz</b>							
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
<b>Kapitalfluss</b>							
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 %
<b>Mittelverwendung</b>							
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
<b>Bewertung</b>							
P/B	0,8	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
EV/sales	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/EBITDA	2,4	3,4	1,9	1,7	2,3	1,9	1,6
EV/EBIT	9,5	-5,0	4,3	2,9	8,3	5,8	4,3
EV/FCF	-8,5	-13,7	4,1	4,2	32,8	13,5	6,2
P/E	19,6	-8,6	9,8	4,7	18,0	12,7	10,8
P/CF	3,1	3,8	2,2	1,9	2,4	2,3	2,5

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
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	13,2%	0,1%	27,5%	35,0%	14,0%	19,2%	27,4%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>	<b>8,9</b>	<b>7,7</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>12,1</b>	<b>0,1</b>	<b>25,2</b>	<b>32,1</b>	<b>13,5</b>	<b>17,2</b>	<b>21,0</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-1,7	-2,3	-3,6
- 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
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>13,5</b>	<b>1,4</b>	<b>26,5</b>	<b>33,5</b>	<b>14,4</b>	<b>18,8</b>	<b>23,8</b>
Aktienanzahl (Mio.)	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>2,56</b>	<b>0,28</b>	<b>5,05</b>	<b>6,36</b>	<b>2,74</b>	<b>3,57</b>	<b>4,53</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	28,0%	-86,2%	152,4%	218,2%	36,8%	78,4%	126,7%

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

	13,0%	2,03	0,27	3,94	4,95	2,14	2,81	3,61
	12,0%	2,18	0,27	4,25	5,35	2,31	3,02	3,87
Fairer	11,0%	2,35	0,27	4,61	5,81	2,50	3,27	4,17
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>2,56</b>	<b>0,28</b>	<b>5,05</b>	<b>6,36</b>	<b>2,74</b>	<b>3,57</b>	<b>4,53</b>
Yield	9,0%	2,82	0,28	5,58	7,04	3,02	3,93	4,98
	8,0%	3,14	0,28	6,25	7,89	3,38	4,38	5,53
	7,0%	3,55	0,29	7,10	8,98	3,84	4,97	6,24

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
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>20,8</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>3,96</b>

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

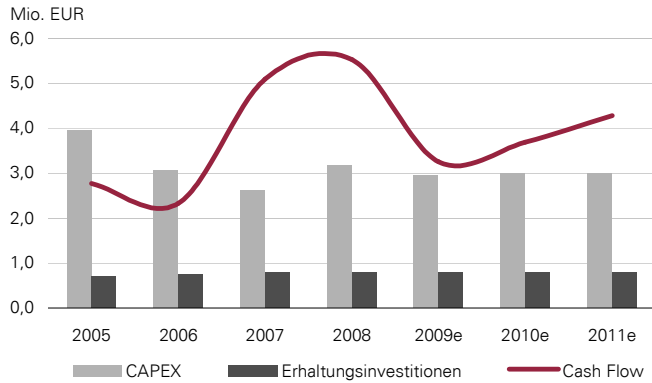
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,50%	2,75%
11,78%	3,52	3,54	3,56	3,58	3,61	3,64	3,66
11,28%	3,68	3,71	3,74	3,76	3,79	3,82	3,86
11,03%	3,77	3,80	3,83	3,86	3,89	3,93	3,96
<b>10,78%</b>	3,87	3,90	3,93	<b>3,96</b>	4,00	4,04	4,08
10,53%	3,97	4,00	4,04	4,07	4,11	4,15	4,20
10,28%	4,08	4,11	4,15	4,19	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	<b>0,0</b>	+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
<b>10,78%</b>	3,18	3,44	3,70	<b>3,96</b>	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

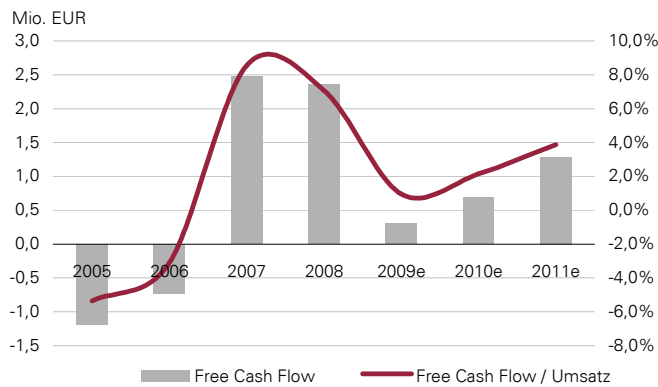
### Investitionen und Cash Flow - Softing



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

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

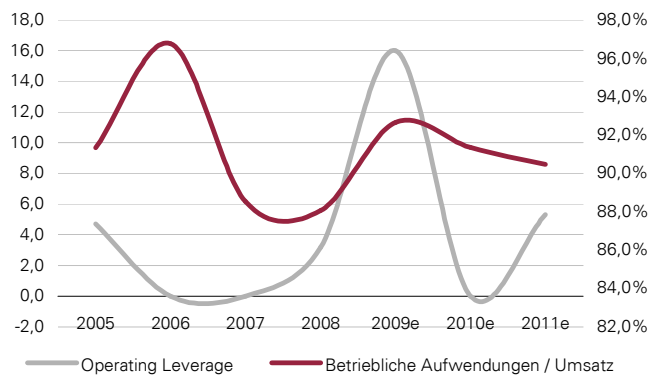
### Free Cash Flow Generation - Softing



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

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

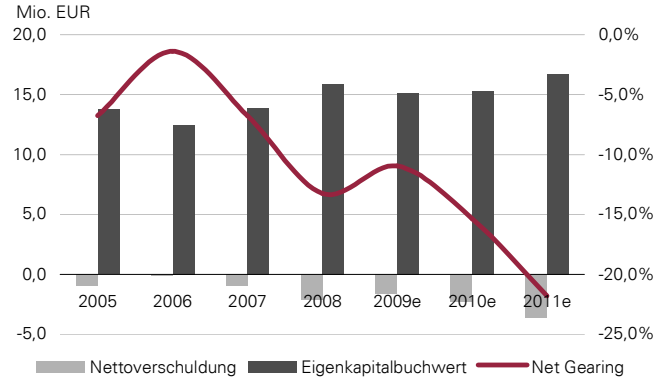
### Operating Leverage - Softing



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

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

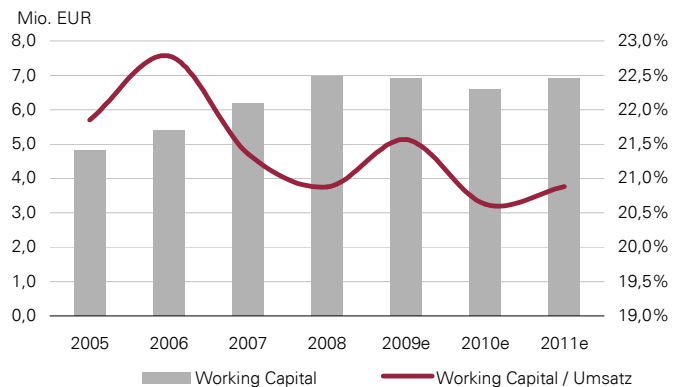
### Bilanzqualität - Softing



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

- Solide Bilanz trotz eines hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte.

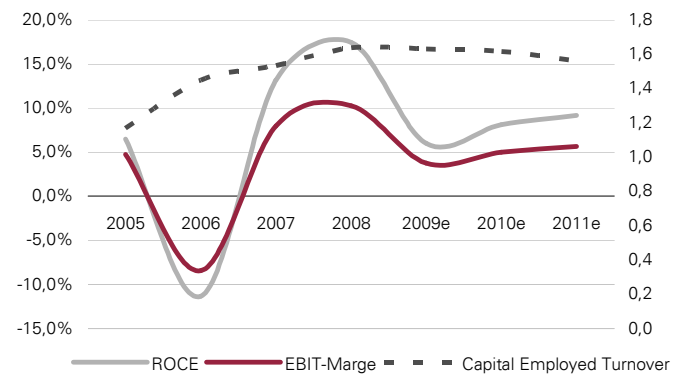
### Working Capital - Softing



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

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

### ROCE Entwicklung - Softing



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.

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.

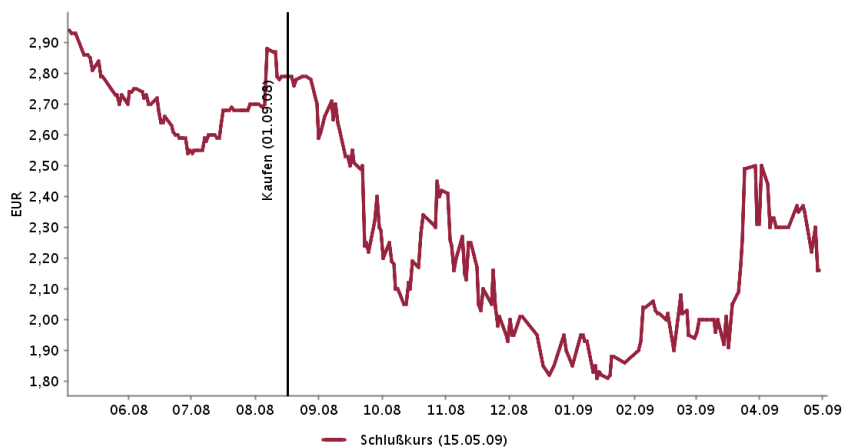
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	105	51%
Halten	67	33%
Verkaufen	25	12%
Empf. ausgesetzt	9	4%
<b>Gesamt</b>	<b>206</b>	

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	58%
Halten	41	31%
Verkaufen	10	7%
Empf. ausgesetzt	5	4%
<b>Gesamt</b>	<b>134</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Softing AG am 18.05.09**



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

## 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

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

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