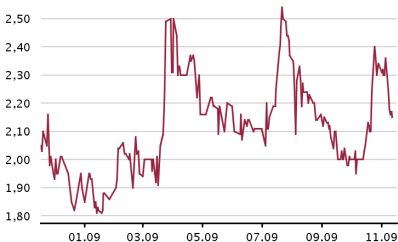


**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 3,30** (alt: 3,30)

**Kurs** EUR 2,15  
**Bloomberg** SYT GR  
**Reuters** SYTG  
**Branche** Industriegüter

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


Aktien Daten: 27.11.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 11,0 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 11,7 Mio  
**Buchwert:** EUR 12,4 Mio  
**Aktienanzahl:** 5,1 Mio  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 0,0 Mio

**Aktionäre:**

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

**Termine:**

 Zahlen 2009 31.03.2010  
 Zahlen Q1 14.05.2010  
 Zahlen Q2 13.08.2010  
 Zahlen Q3 15.11.2010

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	25,0	-2,0	27,5	0	30,0	0
<b>EBIT</b>	-1,1	n.m	0,8	0,0	2,0	0,0
<b>EPS</b>	-0,17	n.m	0,06	0	0,23	0

 Analyse: SES Research  
 Publikationsdatum: 01.12.2009  
 Analyst: Andreas Wolf  
 +49 (0)40-309537-140  
 wolf@ses.de

**Zahlen Q3 / Rückkehr zur Profitabilität**

Softing hat Zahlen für das dritte Quartal veröffentlicht und mit diesen bereits den Break Even ein Quartal früher als erwartet erreicht.

<b>Softing - Q3 2009</b>									
Angaben in Mio. EUR									
	Q3/09	Q3/09e	Q3/08	yoy	9M/09	9M/09e	9M/08	yoy	
<b>Umsatz</b>	5,8	6,0	8,7	-33,4%	17,2	17,4	24,7	-30,4%	
<b>EBITDA</b>	0,7	0,7	1,6	-57,0%	0,5	0,5	4,2	-87,9%	
<i>Marge</i>	12,1%	11,7%	18,7%		3,0%	2,9%	17,1%		
<b>EBIT</b>	0,0	-0,1	1,0	-96,6%	-1,5	-1,6	2,4		
<i>Marge</i>	0,6%	-1,7%	11,3%		-8,9%	-9,2%	9,8%		
<b>EPS in EUR</b>	0,02	-0,02	0,13	-84,6%	-0,21	-0,26	0,32		

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

 Der **Umsatz** hat mit EUR 5,8 Mio. die Erwartungen getroffen. Im Vergleich zum Vorquartal bedeutet dies einen Anstieg um rund 11%.

Dieses Wachstum ist insbesondere vom Segment Industrial Automation getragen (+ 15% qoq auf EUR 3,7 Mio.). Softings Produkte und Lösungen in diesem Segment dienen u.a. dem Informationsaustausch in Produktionsanlagen. Die Nachfrage in diesem Segment war im zweiten Quartal noch von der Nachfragezurückhaltung der Kunden, die häufig aus dem Maschinen- und Anlagenbau stammen, belastet.

Im Segment Automotive Automation ist der Umsatz qoq um 5% auf EUR 2,1 Mio. gewachsen. Im Verlauf der drei Quartale war die Umsatzentwicklung in diesem Segment weitgehend auf dem gleichen Niveau. Dies reflektiert, dass sich die Nachfrage aus den von Softing adressierten Märkten im Pre- und After-Sales der Automobilindustrie stabilisiert hat.

 Die vom Management initiierten Kostensenkungen, die Einstellung wenig profitabler Geschäftsaktivitäten sowie die gegenüber dem Vorquartal gestiegene Umsatzbasis haben zur **Rückkehr zur Profitabilität** geführt. Diese war von SES erst für das vierte Quartal erwartet worden.

In einem positiveren wirtschaftlichen Umfeld sollte Softing davon profitieren, dass das Unternehmen auch dieses Jahr zahlreiche „Design In's“ bei Kunden gewinnen konnte. Zudem wurde der Direktvertrieb durch neue Vertriebsgesellschaften in Österreich und Italien gestärkt.

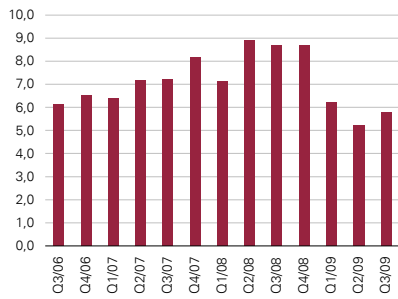
Zwar hat das Management keine Guidance für das Gesamtjahr 2009 gegeben, jedoch gehört das vierte Quartal traditionell zu den stärkeren des Geschäftsjahres. Ursächlich sind häufig noch auszuschöpfende Budgets von Entwicklungsabteilungen in der Automobilindustrie. Gestützt wird diese Einschätzung durch die positive Dynamik der Auftragseingänge. Mit EUR 6,7 Mio. war der Auftragseingang im dritten Quartal der höchste in diesem Jahr.

**Das Rating Kaufen mit einem Kursziel von EUR 3,30 wird bestätigt.**

<b>Geschäftsjahresende:</b>							
31.12.	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	22,1	23,6	29,0	33,4	24,5	27,5	30,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	8,3 %	6,9 %	22,8 %	15,1 %	-26,5 %	12,2 %	9,1 %
<b>Rohertrag</b>	19,7	20,2	23,8	26,6	20,1	22,8	24,6
<i>Rohertragsmarge</i>	89,5 %	85,7 %	82,2 %	79,9 %	81,9 %	83,0 %	82,0 %
<b>EBITDA</b>	4,2	2,9	5,1	5,8	1,3	3,5	5,0
<i>EBITDA-Marge</i>	19,3 %	12,5 %	17,8 %	17,5 %	5,3 %	12,8 %	16,6 %
<b>EBIT</b>	1,1	-2,0	2,3	3,4	-1,3	0,8	2,0
<i>EBIT-Marge</i>	4,8 %	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	-5,2 %	2,9 %	6,7 %
<b>Jahresüberschuss</b>	0,6	-1,4	1,2	2,5	-1,1	0,3	1,2
<b>EPS</b>	0,11	-0,25	0,22	0,46	-0,21	0,06	0,23
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-0,22	-0,13	0,45	0,44	-0,25	0,05	0,19
<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>	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3
<b>EV/EBITDA</b>	2,3	3,3	1,9	1,7	8,9	3,2	2,1
<b>EV/EBIT</b>	9,2	-4,8	4,2	2,8	-9,1	14,3	5,1
<b>KGV</b>	19,5	-8,6	9,8	4,7	-10,2	35,8	9,3
<b>ROCE</b>	6,5 %	-11,3 %	13,2 %	17,5 %	-6,8 %	4,6 %	10,9 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	9,7 %	-1,5 %	22,5 %	33,6 %	-11,6 %	3,7 %	18,7 %

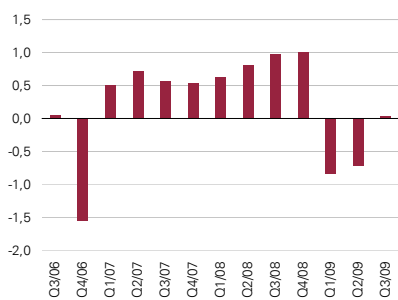
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 2,15

**Entwicklung Umsatz**  
in EUR Mio.



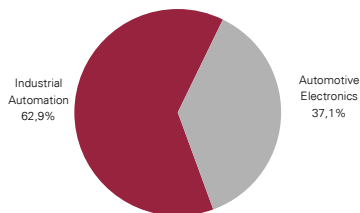
Quelle: Softing

**Entwicklung EBIT**  
in EUR Mio.



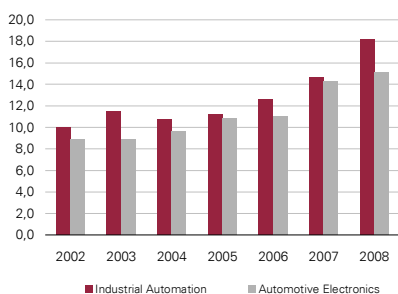
Quelle: Softing

**EBIT nach Geschäftsbereichen**  
2008



Quelle: Softing

**Umsatzentwicklung der Segmente**  
2002-2008



Quelle: Softing

**Unternehmenshintergrund**

Softing hat das erforderliche Know-how über den Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Damit adressiert das Unternehmen die Märkte...

...Industrial Automation: In diesem Segment bietet Softing Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen an. Zu diesen zählen Montagelinien, chemische Anlagen, die Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.

...Automotive Electronics: Softings Lösungen kommen nicht im Fahrzeug selbst zum Einsatz, sondern ermöglichen es Ingenieuren und Werkstätten, die Elektronik von PKW und LKW in der Entwicklungsphase, der Produktion oder bei der Reparatur zu testen und Fehler durch Auswertung von Daten zu erkennen.

**Wettbewerbsqualität**

Softings Qualität im Wettbewerb basiert auf...

...dem in mehr als 25 Jahren gewachsenen Know-how.

...der Finanzkraft, die das Unternehmen von den meist kleineren Wettbewerbern (Ingenieurbüros etc.) differenziert.

...dem Fokus auf etablierte Standards: Wie der Austausch von Informationen in der Fahrzeugelektronik oder zwischen Anlagen und Maschinen erfolgt, wird durch unterschiedliche Standards definiert. Softing ist fokussiert auf etablierte Standards und erreicht dadurch eine Abdeckung von ca. 70% des Marktes.

Lösungen von Softing erfahren Wertschätzung, denn diese...

...tragen dazu bei, Produktionsprozesse effizient zu steuern, minimieren Ausfallzeiten von Produktionsanlagen, reduzieren Zeiten der Fehlerdiagnose an Fahrzeugen, ...erfüllen kritische Anforderungen, die an Öl- und Gasanlagen gestellt werden (z.B. Explosionssicherheit).

...unterstützen die Kunden bei der Entwicklung neuer Produkte, verkürzen so Entwicklungszyklen und tragen damit zur Kostensenkung bei.

Deshalb ist Softing...

...Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).

...europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander als auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).

...Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei mehr als der Hälfte aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.

Softings Wettbewerbsposition wird gesichert durch...

...die Mitarbeit in internationalen Gremien, die Standards für den Austausch von Informationen festlegen. Dadurch wird eine kurze Time to Market erreicht.

...die Kundenbindung, die durch den Einbau der Softing-Lösungen in die Produkte der Kunden erreicht wird („Design In“).

Zudem ist die hohe Komplexität der Geschäftstätigkeit von Softing DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

**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>24,5</b>	<b>27,5</b>	<b>30,0</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>26,6</b>	<b>29,5</b>	<b>32,0</b>
Materialaufwand	4,7	5,6	7,0	8,6	6,5	6,7	7,4
<b>Rohertrag</b>	<b>19,7</b>	<b>20,2</b>	<b>23,8</b>	<b>26,6</b>	<b>20,1</b>	<b>22,8</b>	<b>24,6</b>
Personalaufwendungen	12,4	13,7	15,0	16,3	14,7	15,0	15,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	0,4	0,3	0,5	0,6	0,4	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,9	3,9	4,0	5,0	4,6	4,7	5,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<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>EBITDA</b>	<b>4,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>1,3</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5
<b>EBITA</b>	<b>4,0</b>	<b>2,7</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>0,8</b>	<b>3,1</b>	<b>4,5</b>
Abschreibungen auf iAV	2,9	4,6	2,5	2,0	2,1	2,3	2,5
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>-1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</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>-1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</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>-1,3</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>
Steuern gesamt	0,5	-0,8	1,1	1,0	-0,2	0,2	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>-1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</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>-1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</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 %	8,4 %	7,3 %	6,7 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>110,6 %</b>	<b>109,2 %</b>	<b>106,3 %</b>	<b>105,6 %</b>	<b>108,4 %</b>	<b>107,3 %</b>	<b>106,7 %</b>
Materialaufwand	21,1 %	23,6 %	24,2 %	25,7 %	26,5 %	24,3 %	24,7 %
<b>Rohertrag</b>	<b>89,5 %</b>	<b>85,7 %</b>	<b>82,2 %</b>	<b>79,9 %</b>	<b>81,9 %</b>	<b>83,0 %</b>	<b>82,0 %</b>
Personalaufwendungen	56,0 %	58,2 %	51,7 %	48,9 %	60,0 %	54,6 %	50,3 %
Sonstige betriebliche Erträge	3,4 %	1,6 %	1,1 %	1,4 %	2,2 %	1,5 %	1,7 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	17,6 %	16,6 %	13,8 %	14,9 %	18,8 %	17,1 %	16,7 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<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>EBITDA</b>	<b>19,3 %</b>	<b>12,5 %</b>	<b>17,8 %</b>	<b>17,5 %</b>	<b>5,3 %</b>	<b>12,8 %</b>	<b>16,6 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1 %	1,2 %	1,1 %	1,1 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
<b>EBITA</b>	<b>18,1 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>16,7 %</b>	<b>16,4 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>15,1 %</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>-5,2 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>6,7 %</b>
Zinserträge	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,6 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,4 %	1,0 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	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>-5,2 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>6,7 %</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>-5,2 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>6,7 %</b>
Steuern gesamt	2,0 %	-3,3 %	3,7 %	3,1 %	-0,8 %	0,9 %	2,0 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,7 %</b>	<b>-5,8 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>7,3 %</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>4,7 %</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>-4,4 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>4,7 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-0,1 %	0,0 %	0,9 %	0,8 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>2,7 %</b>	<b>-5,8 %</b>	<b>4,3 %</b>	<b>7,4 %</b>	<b>-4,4 %</b>	<b>1,1 %</b>	<b>3,9 %</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	7,3	7,5	7,5
davon übrige imm. VG	5,5	3,7	3,4	4,1	4,6	4,8	4,7
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	0,8	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>9,0</b>	<b>9,3</b>	<b>9,3</b>
Vorräte	1,7	1,6	1,9	2,5	1,8	1,9	2,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4,4	4,7	5,5	5,5	4,4	4,7	5,1
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	3,5	3,8	4,8
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>14,4</b>	<b>12,4</b>	<b>14,4</b>	<b>14,8</b>	<b>11,0</b>	<b>11,7</b>	<b>13,1</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>22,8</b>	<b>19,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,4</b>	<b>20,0</b>	<b>21,0</b>	<b>22,5</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	8,4	8,7	9,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	-0,3	-0,3	-1,1	-3,4	-2,9	-2,6
Buchwert	13,7	12,4	13,9	15,7	12,4	13,2	14,6
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>12,5</b>	<b>13,3</b>	<b>14,8</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	0,9	1,1	1,2
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>7,4</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>22,8</b>	<b>19,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,4</b>	<b>20,0</b>	<b>21,0</b>	<b>22,5</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 %	36,5 %	35,7 %	33,2 %
davon übrige imm. VG	24,0 %	19,3 %	15,5 %	17,5 %	22,9 %	22,7 %	21,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	10,3 %	12,4 %	10,8 %	11,7 %	13,7 %	13,0 %	12,2 %
Sachanlagen	2,7 %	2,8 %	2,7 %	3,5 %	3,5 %	3,8 %	3,8 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	4,5 %	4,4 %	5,1 %	4,9 %	4,6 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>36,9 %</b>	<b>34,5 %</b>	<b>33,5 %</b>	<b>37,1 %</b>	<b>45,2 %</b>	<b>44,4 %</b>	<b>41,5 %</b>
Vorräte	7,5 %	8,4 %	8,7 %	10,7 %	9,0 %	9,1 %	8,9 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,3 %	24,5 %	25,6 %	23,3 %	22,0 %	22,4 %	22,7 %
Sonstige Vermögensgegenstände	15,6 %	17,9 %	9,4 %	5,3 %	6,2 %	5,9 %	5,5 %
Liquide Mittel	20,7 %	14,4 %	22,7 %	23,8 %	17,7 %	18,2 %	21,3 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>63,1 %</b>	<b>65,3 %</b>	<b>66,3 %</b>	<b>63,1 %</b>	<b>54,9 %</b>	<b>55,6 %</b>	<b>58,4 %</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 %	28,2 %	26,8 %	25,1 %
Kapitalrücklage	6,5 %	8,9 %	7,8 %	7,2 %	8,4 %	8,0 %	7,5 %
Gewinnrücklagen	29,7 %	28,6 %	31,6 %	40,6 %	42,1 %	41,6 %	44,0 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0 %	-1,4 %	-1,5 %	-4,6 %	-16,9 %	-13,7 %	-11,5 %
Buchwert	60,3 %	65,5 %	63,9 %	67,2 %	61,8 %	62,7 %	65,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>60,3 %</b>	<b>65,5 %</b>	<b>63,9 %</b>	<b>68,0 %</b>	<b>62,7 %</b>	<b>63,5 %</b>	<b>65,8 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	5,4 %	6,0 %	3,8 %	2,6 %	3,0 %	2,9 %	2,7 %
Rückstellungen gesamt	5,9 %	6,7 %	4,7 %	4,3 %	5,1 %	4,8 %	4,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	16,7 %	13,5 %	18,4 %	14,8 %	17,3 %	16,5 %	15,4 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,6 %	4,6 %	5,8 %	4,2 %	4,5 %	5,2 %	5,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	11,6 %	9,4 %	7,1 %	8,8 %	10,3 %	9,8 %	9,2 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>39,7 %</b>	<b>34,2 %</b>	<b>36,0 %</b>	<b>32,2 %</b>	<b>37,2 %</b>	<b>36,4 %</b>	<b>34,4 %</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	-1,1	0,6	1,4
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,4	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	2,1	2,3	2,5
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	0,0	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>1,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>
Veränderung Vorräte	0,2	0,1	-0,3	-0,4	0,7	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,4	-0,3	-1,7	0,6	1,1	-0,3	-0,4
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,7	-0,4	1,9	-0,6	-1,5	-0,5	0,0
Veränderung Working Capital	-0,9	-0,6	-0,1	-0,5	0,2	-0,7	-0,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>1,7</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</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	-0,5	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,5</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	-2,0	0,3	1,0
<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>3,5</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</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 %	103,0 %	94,5 %	90,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	121.895	119.172	138.603	141.938	110.360	122.222	131.579
EBITDA je Mitarbeiter	23.475	14.854	24.632	24.841	5.890	15.633	21.886
EBIT-Marge	4,8 %	-8,4 %	8,0 %	10,3 %	-5,2 %	2,9 %	6,7 %
EBITDA / Operating Assets	78,3 %	49,7 %	76,0 %	75,1 %	21,8 %	55,9 %	74,0 %
ROA	7,2 %	-20,8 %	17,0 %	28,5 %	-11,9 %	3,3 %	12,5 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	36,2	43,9	49,7	41,3	34,6	34,6	35,5
Operating Assets Turnover	4,1	4,0	4,3	4,3	4,1	4,4	4,4
Capital Employed Turnover	1,2	1,4	1,5	1,6	1,4	1,5	1,6
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	6,5 %	-11,3 %	13,2 %	17,5 %	-6,8 %	4,6 %	10,9 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	26,2 %	16,7 %	29,3 %	29,7 %	7,0 %	20,2 %	26,9 %
ROE	4,4 %	-11,0 %	8,9 %	15,5 %	-8,6 %	2,3 %	7,9 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	4,6 %	-10,4 %	9,4 %	16,6 %	-7,6 %	2,4 %	8,3 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	4,6 %	-10,4 %	9,4 %	16,4 %	-7,6 %	4,3 %	10,0 %
ROIC	2,9 %	-7,7 %	6,2 %	11,3 %	-5,9 %	2,9 %	6,9 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-0,9	-0,2	-0,9	-2,1	-0,1	-0,4	-1,3
Net Gearing	-6,7 %	-1,4 %	-6,7 %	-13,2 %	-0,6 %	-2,7 %	-9,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	361,4 %	484,9 %	347,1 %	459,8 %	362,2 %	385,5 %	427,8 %
Current ratio	1,9	2,4	2,1	2,3	1,7	1,8	2,0
Acid Test Ratio	1,4	1,7	1,6	1,6	1,2	1,3	1,4
EBITDA / Zinsaufwand	44,3	13,0	36,8	41,4	13,1	35,2	49,9
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	121,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-1,2	-0,7	2,5	2,4	-1,3	0,3	1,0
Free Cash Flow / Umsatz	-5,4 %	-3,1 %	8,5 %	7,1 %	-5,2 %	1,0 %	3,3 %
Adj. Free Cash Flow	0,9	-0,1	2,2	3,2	-1,3	0,4	1,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	15,3 %	8,1 %	14,2 %	13,9 %	2,5 %	8,7 %	11,6 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-195,4 %	53,7 %	199,9 %	95,4 %	118,9 %	91,0 %	84,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,8 %	2,3 %	3,2 %	3,6 %	2,2 %	2,7 %	2,3 %
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 %	12,0 %	10,9 %	10,0 %
Maint. Capex / Umsatz	3,2 %	3,2 %	2,8 %	2,4 %	3,3 %	2,9 %	2,7 %
CAPEX / Abschreibungen	123,7 %	62,2 %	92,4 %	131,3 %	114,2 %	110,2 %	101,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	19,0 %	21,6 %	20,0 %	19,7 %	25,0 %	19,6 %	19,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	344,5 %	529,5 %	444,1 %	550,6 %	488,9 %	427,3 %	425,0 %
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	62,0	62,0
Payables payment period (Tage)	21,1	13,6	15,7	10,8	14,0	15,0	14,0
Cash conversion cycle (Tage)	79,7	83,2	78,0	76,2	78,0	72,2	72,3
<b>Bewertung</b>							
P/B	0,8	0,9	0,8	0,7	0,9	0,8	0,7
EV/sales	0,4	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3
EV/EBITDA	2,3	3,3	1,9	1,7	8,9	3,2	2,1
EV/EBIT	9,2	-4,8	4,2	2,8	-9,1	14,3	5,1
EV/FCF	-8,2	-13,2	3,9	4,1	-9,1	40,8	10,6
P/E	19,5	-8,6	9,8	4,7	-10,2	35,8	9,3
P/CF	3,0	3,7	2,1	1,8	7,3	2,8	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	-1,1	0,3	1,2	
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	4,9	2,8	2,4	2,6	2,7	3,0	
- 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	-0,2	0,2	0,6	
- Erhaltungsinvestitionen	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	
+ Sonstiges	-2,6	-2,3	-2,2	-1,8	-1,9	-2,1	-2,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>1,9</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	9,7%	-1,5%	22,5%	33,6%	-11,6%	3,7%	18,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>9,6</b>	<b>9,6</b>	<b>9,6</b>	<b>9,6</b>	<b>11,7</b>	<b>11,4</b>	<b>10,4</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>9,4</b>	<b>-</b>	<b>21,7</b>	<b>32,4</b>	<b>-</b>	<b>4,2</b>	<b>19,4</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-0,1	-0,4	-1,3	
- 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>10,7</b>	<b>-</b>	<b>23,0</b>	<b>33,7</b>	<b>-</b>	<b>3,8</b>	<b>20,0</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	5,1	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>2,10</b>	<b>-</b>	<b>4,51</b>	<b>6,61</b>	<b>-</b>	<b>0,74</b>	<b>3,91</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-2,4%	-	109,9%	207,6%	-	-65,8%	82,1%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,0%	1,67	-	3,53	5,15	-	0,55	3,04
	12,0%	1,79	-	3,80	5,56	-	0,60	3,28
Fairer	11,0%	1,93	-	4,13	6,04	-	0,66	3,57
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>2,10</b>	<b>-</b>	<b>4,51</b>	<b>6,61</b>	<b>-</b>	<b>0,74</b>	<b>3,91</b>
Yield	9,0%	2,30	-	4,99	7,32	-	0,83	4,34
	8,0%	2,56	-	5,58	8,20	-	0,94	4,87
	7,0%	2,89	-	6,34	9,34	-	1,09	5,54

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	24,5	27,5	30,0	31,2	32,3	33,4	34,5	35,5	36,4	37,3	38,1	38,9	39,7	40,5
Veränderung	-26,5%	12,2%	9,1%	4,0%	3,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%
EBIT	-1,3	0,8	2,0	2,2	2,6	3,0	3,1	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3	3,4	3,4
EBIT-Marge	-5,2%	2,9%	6,7%	7,0%	8,0%	9,0%	8,9%	8,9%	8,8%	8,7%	8,6%	8,6%	8,5%	8,5%
Steuerquote	15,7%	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	-1,1	0,6	1,4	1,5	1,8	2,1	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	2,4
Abschreibungen	2,6	2,7	3,0	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9
in % vom Umsatz	10,5%	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	1,7	-0,2	-0,4	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
- Investitionen	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,1	-3,2	-3,3	-3,4	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9
Investitionsquote	12,0%	10,9%	10,0%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
Übriges	0,7	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)	0,9	0,5	0,7	0,5	1,3	1,6	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9

**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	9,4		
Terminal Value	5,7		
Verbindlichkeiten	-4,1		
Liquide Mittel	5,6	Aktienzahl (Mio.)	5,10
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>16,6</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>3,26</b>

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

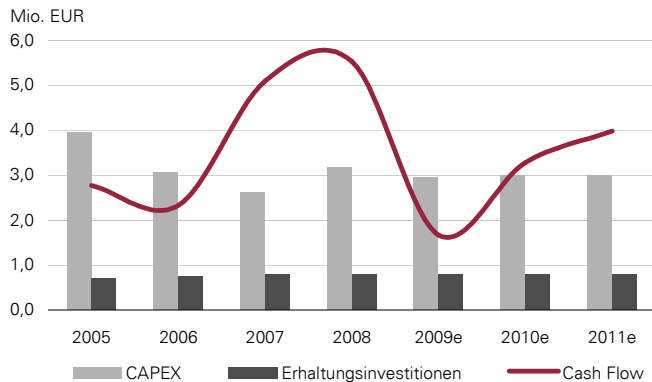
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	<b>2,00%</b>	2,25%	2,50%	2,75%
11,78%	2,87	2,89	2,91	2,93	2,95	2,98	3,00
11,28%	3,01	3,04	3,06	3,09	3,11	3,14	3,17
11,03%	3,09	3,12	3,14	3,17	3,20	3,23	3,27
<b>10,78%</b>	3,17	3,20	3,23	<b>3,26</b>	3,29	3,33	3,36
10,53%	3,26	3,29	3,32	3,35	3,39	3,43	3,47
10,28%	3,35	3,38	3,42	3,45	3,49	3,54	3,58
9,78%	3,55	3,59	3,63	3,68	3,72	3,77	3,83

**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%	2,23	2,47	2,70	2,93	3,16	3,39	3,63
11,28%	2,35	2,60	2,84	3,09	3,33	3,57	3,82
11,03%	2,42	2,67	2,92	3,17	3,42	3,67	3,92
<b>10,78%</b>	2,49	2,75	3,00	<b>3,26</b>	3,52	3,77	4,03
10,53%	2,56	2,83	3,09	3,35	3,62	3,88	4,15
10,28%	2,64	2,91	3,18	3,45	3,73	4,00	4,27
9,78%	2,81	3,10	3,39	3,68	3,96	4,25	4,54

Quelle: SES Research

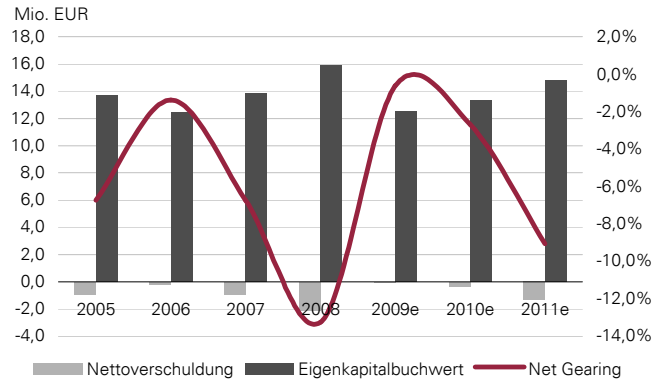
### Investitionen und Cash Flow - Softing



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

- CAPEX resultieren hauptsächlich aus aktivierten Entwicklungsaufwendungen.

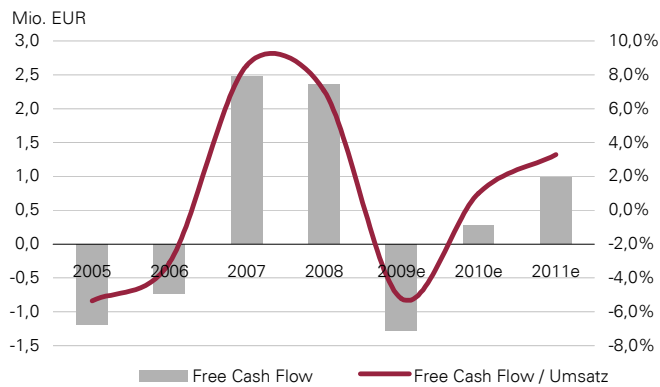
### Bilanzqualität - Softing



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

- Solide Bilanz trotz eines hohen Anteils immaterieller Vermögenswerte.

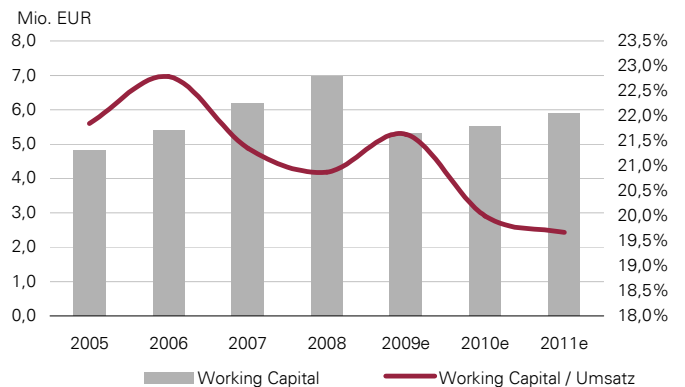
### Free Cash Flow Generation - Softing



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

- 2006: Verzögerungen in der Entwicklung im Segment AE belasten den CF

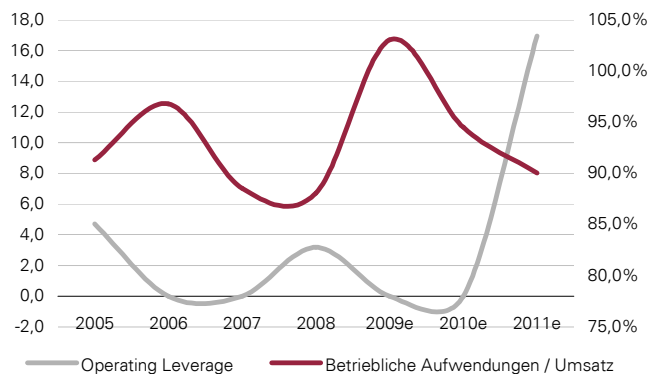
### Working Capital - Softing



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

- Working Capital-Quote langfristig bei ca. 20% erwartet

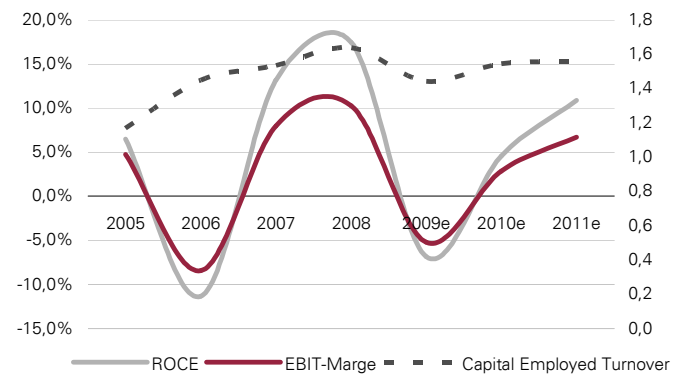
### Operating Leverage - Softing



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

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

### ROCE Entwicklung - Softing



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

- In einem stabilen 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.

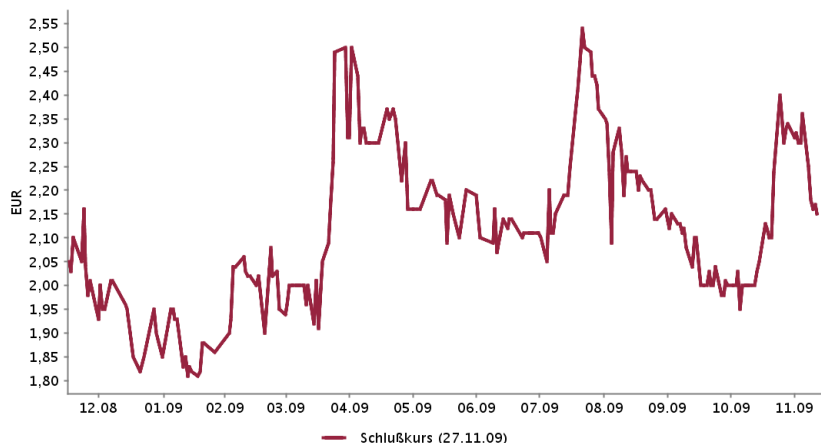
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	54%
Halten	61	30%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
<b>Gesamt</b>	<b>204</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	63	60%
Halten	30	29%
Verkaufen	4	4%
Empf. ausgesetzt	8	8%
<b>Gesamt</b>	<b>105</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Softing AG am 01.12.09**



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		

## 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>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com		