| Buy | |
|---|---|
| EUR 17,50 | |
| Kurs | EUR 14,25 |
| Upside | 22,8 % |

| Wertindikatoren: | EUR |
|---|---|
| DCF: | 17,50 |
| FCF-Value Potential 18e: | 16,20 |

| Aktien Daten: | |
|---|---|
| Bloomberg: | SYT GR |
| Reuters: | SYTG |
| ISIN: | DE0005178008 |

**Beschreibung:**
Softwarelösungen (z.B. Fehlerdiagnose) für industrielle Anlagen und die Fahrzeugelektronik

| Markt Snapshot: | EUR Mio. |
|---|---|
| Marktkapitalisierung: | 99,2 |
| Aktienanzahl (Mio.): | 7,0 |
| EV: | 109,3 |
| Freefloat MC: | 73,4 |
| Ø Trad. Vol. (30T): | 106,12 |

| Aktionäre: | |
|---|---|
| Freefloat | 74,0 % |
| Trier Asset Mgmt | 26,0 % |

| Risikoprofil (WRe): | 2016e |
|---|---|
| Beta: | 1,3 |
| KBV: | 2,2 x |
| EK-Quote: | 54 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA: | 0,7 x |
| Net Debt / EBITDA: | 0,8 x |

# Verhaltener Start in das Jahr

## Berichtete Kennzahlen Q1/2016:

| in EUR m | Q1/16 | Q1/16e | Δ WRe | Q1/15 | yoy | 2016e | 2015 | yoy |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Sales** | **17.9** | 18.5 | -3.2% | **17.3** | 3.3% | 87.0 | 82.3 | 5.7% |
| **EBITDA** | 1.9 | 2.0 | -5.0% | 2.4 | -20.2% | 12.0 | 10.8 | 11.4% |
| *margin* | *10.6%* | *10.8%* | | *13.7%* | | *13.8%* | *13.1%* | |
| **EBIT adjusted** | **0.8** | 0.9 | -11.1% | **1.4** | -44.8% | 7.6 | 5.5 | 38.5% |
| *margin* | *4.5%* | *4.9%* | | *8.4%* | | *8.7%* | *6.6%* | |
| **EPS in EUR** | **0.06** | 0.08 | -25.0% | **0.11** | -45.5% | 0.67 | 0.65 | 3.1% |
| **Industrial** | 12.6 | 13.3 | -5.3% | 12.9 | -2.4% | 62.0 | 58.7 | 5.7% |
| EBIT adjusted | 0.3 | | | | | | 4.9 | |
| *Margin* | | | | | | | *8.4%* | |
| **Automotive** | 5.3 | 5.2 | 1.9% | 4.4 | 20.0% | 25.0 | 23.6 | 5.7% |
| EBIT adjusted | 0.5 | | | -0.1 | | | 2.2 | |
| *Margin* | *9.4%* | | | *-2.3%* | | | *9.3%* | |

## Kommentar zu den Kennzahlen:

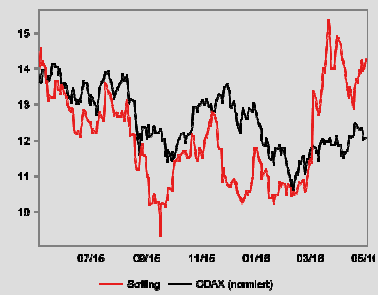
- Das **Umsatzwachstum** von 3,3% yoy wurde angetrieben durch das Segment Automotive (+20% yoy), während der Umsatz im Segment Industrial Automation um 2,4% yoy leicht gesunken ist.
- **Industrial Automation:** Während Deutschland und Europa im Vergleich zum Vorjahr eine Verbesserung verzeichneten, hat eine schwache Nachfrage aus den USA. nach Automatisierungs- und Kabeltester-Lösungen den Umsatz belastet. Dies reflektiert den negativen Makroeffekt (z.B. sind Rockwells Umsätze im vergangenen Quartal organisch um 3,6% zurückgegangen).
- **Automotive Electronics:** Der Q1 Umsatz des Vorjahres ist außerordentlich schwach ausgefallen, da Produkte das Ende ihres Lebenszyklus erreicht haben. Nach der Einführung neuer Produkte erholt sich der Umsatz in diesem Segment.
- Niedrigere EBITDA-Margen sind primär auf eine Änderung des Umsatzmixes zurückzuführen

Softing hat verhaltene Q1 Zahlen berichtet, hauptsächlich aufgrund eines schleppenden Starts im Segment **Industrial**, der eine niedrigere Nachfrage nach Automatisierungsprodukten und Kabeltestern in Nordamerika reflektiert. Das Wachstum im Segment **Automotive** scheint angesichts der niedrigen Vergleichszahlen stark. Darüber hinaus war der Umsatzmix ungünstiger als im Vorjahr, was sich in der Marge widerspiegelt.

Trotz des verhaltenen Starts in das Jahr sind die Aussichten für den restlichen Jahresverlauf solide. Der Auftragsbestand liegt bei EUR 9,7 Mio. im Vergleich zum Vorjahresniveau von EUR 9,2 Mio. und Psiber leistet aufgrund seiner normalerweise kurzen Lieferzeiten kaum einen Beitrag dazu. Im Segment **Industrial Automation** werden neue Produkte im Herbst 2016 eingeführt, während die Nachfrage aus den USA jüngst Anzeichen für eine Verbesserung aufgewiesen hat. Im Segment **Automotive Electronics** sind für die kommenden Wochen große Produktauslieferungen geplant. Die Diagnose-App „Car Asyst" wurde im April sowohl für den wichtigen Kunden Audi als auch für unabhängige Kfz-Reparaturwerkstätten freigegeben. Das Abonnementmodell, unter dem die Diagnose-App angeboten wird, wird auch die zukünftige Visibilität verbessern und den Konzernumsatz weniger anfällig für temporäre Rückgänge im restlichen Geschäft machen.

In Anbetracht 1) der Tatsache, dass der Auftragsbestand auf ein Verbesserungspotenzial deutet; 2) der typischen Umsatzentwicklung im Segment Industrial, in dem der Umsatz normalerweise in Q3 und Q4 stärker ausfällt; 3) der geplanten Produktauslieferungen im Segment Automotive Electronics, sollte sich der Konzernumsatz unserer Ansicht nach im restlichen Jahresverlauf beschleunigen und die Profitabilität dementsprechend erhöhen. Das Management bekräftigte seine Guidance für GJ 2016 mit einem Umsatz von über EUR 85 Mio. und einem bereinigten EBIT von ca. EUR 7,5 Mio.

**Unsere Schätzungen bleiben unverändert. Die Kaufempfehlung sowie das Kursziel von EUR 17,50 werden bekräftigt.**




| Rel. Performance vs CDAX: | |
|---|---|
| 1 Monat: | -5,9 % |
| 6 Monate: | 30,1 % |
| Jahresverlauf: | 27,6 % |
| Letzte 12 Monate: | 12,9 % |

| Unternehmenstermine: | |
|---|---|
| 04.05.16 | HV |
| 12.08.16 | Q2 |

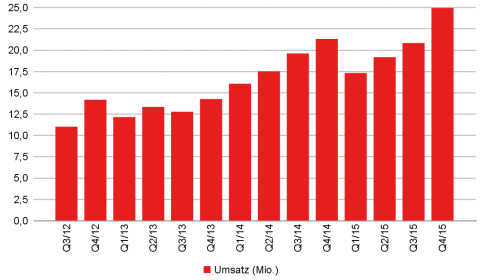
| GJ Ende: 31.12. in EUR Mio. | CAGR (15-18e) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz** | 6,3 % | 49,4 | 52,6 | 74,5 | 82,3 | 87,0 | 92,5 | 99,0 |
| Veränd. Umsatz yoy | | 20,0 % | 6,4 % | 41,8 % | 10,4 % | 5,7 % | 6,3 % | 7,0 % |
| *Rohertragsmarge* | | *76,3 %* | *78,7 %* | *68,5 %* | *64,7 %* | *68,7 %* | *69,0 %* | *69,2 %* |
| **EBITDA** | 10,9 % | 8,3 | 9,4 | 10,1 | 10,8 | 12,0 | 13,3 | 14,7 |
| *Marge* | | *16,7 %* | *17,8 %* | *13,5 %* | *13,1 %* | *13,8 %* | *14,4 %* | *14,8 %* |
| **EBIT** | 21,3 % | 4,9 | 6,2 | 5,9 | 5,5 | 6,8 | 8,1 | 9,8 |
| *Marge* | | *10,0 %* | *11,8 %* | *7,9 %* | *6,6 %* | *7,8 %* | *8,7 %* | *9,9 %* |
| **EBIT adj.** | 24,6 % | 4,1 | 4,6 | 6,2 | 5,5 | 7,6 | 8,9 | 10,6 |
| **Nettoergebnis** | 15,1 % | 3,5 | 4,3 | 3,8 | 4,5 | 4,7 | 5,7 | 6,8 |
| **EPS** | 14,7 % | 0,59 | 0,69 | 0,58 | 0,65 | 0,67 | 0,81 | 0,98 |
| **DPS** | 38,7 % | 0,27 | 0,35 | 0,25 | 0,15 | 0,35 | 0,40 | 0,40 |
| Dividendenrendite | | 4,6 % | 3,4 % | 1,6 % | 1,2 % | 2,5 % | 2,8 % | 2,7 % |
| **FCFPS** | | 0,53 | 0,14 | 0,15 | 0,61 | 0,72 | 0,78 | 0,98 |
| **FCF / Marktkap.** | | 9,1 % | 1,4 % | 1,0 % | 4,8 % | 5,1 % | 5,5 % | 6,7 % |
| **EV / Umsatz** | | 0,5 x | 1,0 x | 1,6 x | 1,2 x | 1,3 x | 1,2 x | 1,1 x |
| **EV / EBITDA** | | 2,9 x | 5,7 x | 11,8 x | 9,4 x | 9,1 x | 8,0 x | 7,2 x |
| **EV / EBIT** | | 4,9 x | 8,7 x | 20,2 x | 18,6 x | 16,1 x | 13,2 x | 10,8 x |
| **EV / EBIT adj.** | | 5,8 x | 11,7 x | 19,2 x | 18,6 x | 14,4 x | 12,0 x | 10,0 x |
| **KGV** | | 9,9 x | 15,0 x | 26,3 x | 19,4 x | 21,3 x | 17,6 x | 15,0 x |
| **FCF Yield Potential** | | 13,8 % | 6,8 % | 3,6 % | 6,6 % | 6,3 % | 7,3 % | 8,1 % |
| **Nettoverschuldung** | | -10,4 | -11,2 | 18,3 | 13,9 | 10,2 | 7,3 | 3,5 |
| **ROCE (NOPAT)** | | 30,0 % | 32,4 % | 11,4 % | 8,4 % | 8,5 % | 10,1 % | 12,2 % |
| **Guidance:** | 2015: Umsatz: > EUR 85 Mio.; operatives EBIT > EUR 7,5m | | | | | | | |

Analyst/-in
**Andreas Wolf**
awolf@warburg-research.com
+49 40 309537-140



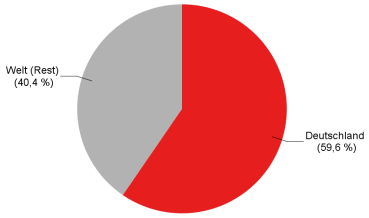
Analyst/-in
**Alexander Wahl**
awahl@warburg-research.com
+49 40 309537-230

**Entwicklung Umsatz**
in Mio. EUR



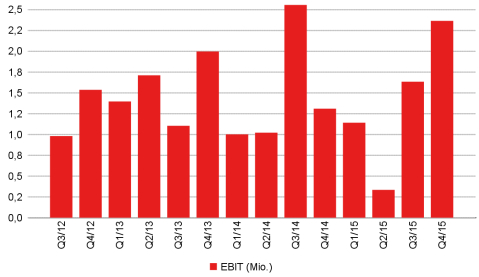

Quelle: Company

**Umsatz nach Regionen**
2015; in %




Quelle: Company

**Entwicklung EBIT**
in Mio. EUR




Quelle: Company

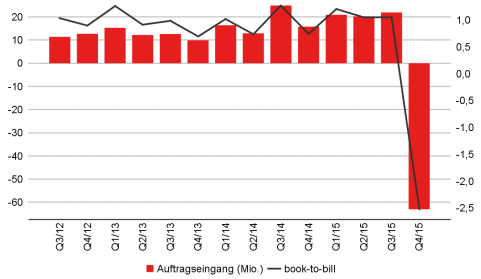
## Unternehmenshintergrund

- Softing verfügt über Kompetenzen im Informationsaustausch zwischen unterschiedlichen Geräten, Sensoren, Anlagen und Softwarelösungen in automatisierten Abläufen. Die Geschäftstätigkeit umfasst zwei Segmente.
- Industrial Automation: Hard- und Softwarelösungen für den Austausch von Informationen in unterschiedlichsten Produktionsanlagen. Dazu zählen Montagelinien, chemische Anlagen, Öl- und Gasförderung oder Raffinerien.
- Automotive Electronics: Die Lösungen ermöglichen es Ingenieuren und Werkstätten, die Elektronik von PKW/LKW in der Entwicklungsphase/Produktion/bei der Reparatur zu testen und Fehler durch Datenauswertung zu erkennen.
- Die Lösungen im Segment Automotive kommen nicht im Fahrzeug selbst zum Einsatz, daher ergeben sich auch keine Rückruf-Risiken für die Gesellschaft.
- Softing fokussiert sich auf etablierte Standards und erreicht dadurch eine Abdeckung von ca. 70% des Marktes.

## Wettbewerbsqualität

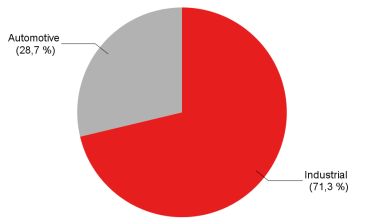
- Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander als auch mit betriebswirtschaftlicher Software (sog. OPC-Produkte).
- Weltmarktführer bei Komponenten für den Austausch von Informationen in Gas- und Ölanlagen: Bei >50% aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.
- Durch Mitarbeit in internationalen Gremien, die Standards für den Austausch von Informationen festlegen, wird eine kurze Time to Market erreicht.
- Die hohe Komplexität der Geschäftstätigkeit von Softing DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

**Auftragseingang**
in Mio. EUR



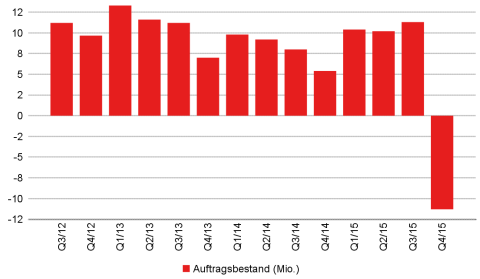

Quelle: Company

**Umsatz nach Segmenten**
2015; in %




Quelle: Company

**Auftragsbestand**
in Mio. EUR




Quelle: Company

## DCF Modell

| | Detailplanung | | | Übergangsphase | | | | | | | | | | Term. Value |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Kennzahlen in EUR Mio. | **2016e** | **2017e** | **2018e** | **2019e** | **2020e** | **2021e** | **2022e** | **2023e** | **2024e** | **2025e** | **2026e** | **2027e** | **2028e** | |
| Umsatz | 87,0 | 92,5 | 99,0 | 105,9 | 112,4 | 118,3 | 123,8 | 128,8 | 133,2 | 137,3 | 140,9 | 144,2 | 147,0 | |
| *Umsatzwachstum* | *5,7 %* | *6,3 %* | *7,0 %* | *7,0 %* | *6,1 %* | *5,3 %* | *4,6 %* | *4,0 %* | *3,5 %* | *3,0 %* | *2,6 %* | *2,3 %* | *2,0 %* | *2,0 %* |
| EBIT | 6,8 | 8,1 | 9,8 | 10,1 | 10,7 | 11,2 | 11,8 | 12,2 | 12,7 | 13,0 | 13,4 | 13,7 | 14,0 | |
| *EBIT-Marge* | *7,8 %* | *8,7 %* | *9,9 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | *9,5 %* | |
| *Steuerquote (EBT)* | *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 | 4,7 | 5,7 | 6,8 | 7,0 | 7,5 | 7,9 | 8,2 | 8,6 | 8,9 | 9,1 | 9,4 | 9,6 | 9,8 | |
| Abschreibungen | 5,2 | 5,2 | 4,9 | 6,9 | 7,3 | 7,7 | 8,0 | 8,4 | 8,7 | 8,9 | 9,2 | 9,4 | 9,6 | |
| *Abschreibungsquote* | *6,0 %* | *5,6 %* | *4,9 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | *6,5 %* | |
| Veränd. Rückstellungen | 0,2 | 0,2 | 0,2 | -0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | |
| Liquiditätsveränderung | | | | | | | | | | | | | | |
| - Working Capital | 1,0 | 1,5 | 0,9 | 0,4 | 1,4 | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,8 | 0,7 | 0,6 | |
| - Investitionen | 4,1 | 4,1 | 4,2 | 7,1 | 7,5 | 7,9 | 8,3 | 8,6 | 8,9 | 9,2 | 9,4 | 9,7 | 9,9 | |
| *Investitionsquote* | *4,7 %* | *4,4 %* | *4,2 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | *6,7 %* | |
| Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | |
| Free Cash Flow (WACC-Modell) | 5,1 | 5,5 | 6,8 | 6,2 | 6,0 | 6,5 | 7,0 | 7,4 | 7,7 | 8,1 | 8,4 | 8,7 | 8,9 | 10 |
| Barwert FCF | 5,1 | 5,1 | 5,9 | 5,0 | 4,5 | 4,6 | 4,5 | 4,5 | 4,4 | 4,3 | 4,1 | 4,0 | 3,8 | 76 |
| Anteil der Barwerte | **11,87 %** | | | **32,21 %** | | | | | | | | | | **55,92 %** |

**Modell-Parameter**

| Herleitung WACC: | | Herleitung Beta: | |
|---|---|---|---|
| Fremdkapitalquote | 16,00 % | Finanzielle Stabilität | 1,25 |
| FK-Zins (nach Steuern) | 2,1 % | Liquidität (Aktie) | 1,25 |
| Marktrendite | 7,00 % | Zyklizität | 1,25 |
| Risikofreie Rendite | 1,50 % | Transparenz | 1,25 |
| | | Sonstiges | 1,25 |
| **WACC** | **7,37 %** | **Beta** | **1,25** |

**Wertermittlung (Mio.)**

| | | | |
|---|---|---|---|
| Barwerte bis 2028e | 60 | | |
| Terminal Value | 76 | | |
| Zinstr. Verbindlichkeiten | 21 | | |
| Pensionsrückstellungen | 2 | | |
| Hybridkapital | 0 | | |
| Minderheiten | 0 | | |
| Marktwert v. Beteiligungen | 0 | | |
| Liquide Mittel | 9 | Aktienzahl (Mio.) | 7,0 |
| **Eigenkapitalwert** | **122** | **Wert je Aktie (EUR)** | **17,51** |

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

| | | Ewiges Wachstum | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Beta** | WACC | 1,25 % | 1,50 % | 1,75 % | **2,00 %** | 2,25 % | 2,50 % | 2,75 % |
| **1,47** | 8,4 % | 13,53 | 13,80 | 14,09 | 14,40 | 14,74 | 15,10 | 15,50 |
| **1,36** | 7,9 % | 14,75 | 15,08 | 15,44 | 15,82 | 16,24 | 16,70 | 17,20 |
| **1,30** | 7,6 % | 15,43 | 15,80 | 16,20 | 16,63 | 17,10 | 17,62 | 18,19 |
| **1,25** | 7,4 % | 16,17 | 16,58 | 17,03 | **17,51** | 18,04 | 18,63 | 19,28 |
| **1,20** | 7,1 % | 16,98 | 17,43 | 17,93 | 18,48 | 19,08 | 19,75 | 20,50 |
| **1,14** | 6,9 % | 17,86 | 18,37 | 18,93 | 19,55 | 20,24 | 21,01 | 21,87 |
| **1,03** | 6,4 % | 19,87 | 20,53 | 21,26 | 22,07 | 22,98 | 24,00 | 25,17 |

| | | Delta EBIT-Marge | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Beta** | WACC | -1,5 pp | -1,0 pp | -0,5 pp | **+0,0 pp** | +0,5 pp | +1,0 pp | +1,5 pp |
| **1,47** | 8,4 % | 11,59 | 12,53 | 13,46 | 14,40 | 15,34 | 16,27 | 17,21 |
| **1,36** | 7,9 % | 12,77 | 13,79 | 14,80 | 15,82 | 16,84 | 17,85 | 18,87 |
| **1,30** | 7,6 % | 13,45 | 14,51 | 15,57 | 16,63 | 17,69 | 18,75 | 19,81 |
| **1,25** | 7,4 % | 14,18 | 15,29 | 16,40 | **17,51** | 18,62 | 19,73 | 20,84 |
| **1,20** | 7,1 % | 14,99 | 16,15 | 17,32 | 18,48 | 19,64 | 20,81 | 21,97 |
| **1,14** | 6,9 % | 15,88 | 17,11 | 18,33 | 19,55 | 20,78 | 22,00 | 23,22 |
| **1,03** | 6,4 % | 17,98 | 19,34 | 20,71 | 22,07 | 23,43 | 24,79 | 26,15 |

- Die zyklische Komponente der Geschäftstätigkeit und die geringe Liquidität in der Aktie erhöhen die Kapitalkosten.

## Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die ewige Verrentung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

| Angaben in EUR Mio. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter | 3,5 | 4,3 | 3,8 | 4,5 | 4,7 | 5,7 | 6,8 |
| + Abschreibung + Amortisation | 3,3 | 3,2 | 4,2 | 5,3 | 5,2 | 5,2 | 4,9 |
| - Zinsergebnis (netto) | 0,0 | -0,1 | -0,3 | -0,3 | -0,1 | 0,0 | 0,0 |
| - Erhaltungsinvestitionen | 3,5 | 3,9 | 4,0 | 3,3 | 3,1 | 3,1 | 3,2 |
| + Sonstiges | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **= Free Cash Flow Potential** | **3,3** | **3,7** | **4,3** | **6,7** | **6,9** | **7,8** | **8,6** |
| Free Cash Flow Yield Potential | 13,8 % | 6,8 % | 3,6 % | 6,6 % | 6,3 % | 7,3 % | 8,1 % |
| WACC | 7,37 % | 7,37 % | 7,37 % | 7,37 % | 7,37 % | 7,37 % | 7,37 % |
| **= Enterprise Value (EV)** | **24,2** | **53,7** | **119,1** | **101,6** | **109,3** | **106,5** | **105,5** |
| **= Fair Enterprise Value** | **45,4** | **49,6** | **58,5** | **90,8** | **93,6** | **105,6** | **116,6** |
| - Nettoverschuldung (Liquidität) | 12,0 | 12,0 | 12,0 | 12,0 | 8,1 | 5,0 | 1,0 |
| - Pensionsverbindlichkeiten | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 2,1 | 2,3 | 2,5 |
| - Sonstige | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| - Marktwert Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| + Marktwert wichtiger Beteiligungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **= Faire Marktkapitalisierung** | **31,5** | **35,7** | **44,6** | **76,9** | **83,4** | **98,3** | **113,1** |
| Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.) | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 |
| **= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)** | **4,53** | **5,13** | **6,41** | **11,05** | **11,99** | **14,12** | **16,25** |
| Premium (-) / Discount (+) in % | | | | | -15,9 % | -0,9 % | 10,8 % |

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

| | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 10,37 % | 2,64 | 3,07 | 3,98 | 7,28 | 8,10 | 9,73 | 11,40 |
| | 9,37 % | 3,14 | 3,61 | 4,62 | 8,27 | 9,12 | 10,88 | 12,67 |
| | 8,37 % | 3,75 | 4,28 | 5,41 | 9,50 | 10,38 | 12,31 | 14,25 |
| WACC | **7,37 %** | **4,53** | **5,13** | **6,41** | **11,05** | **11,99** | **14,12** | **16,25** |
| | 6,37 % | 5,56 | 6,24 | 7,73 | 13,10 | 14,10 | 16,50 | 18,88 |
| | 5,37 % | 6,96 | 7,78 | 9,55 | 15,91 | 17,00 | 19,77 | 22,48 |
| | 4,37 % | 9,01 | 10,02 | 12,19 | 20,01 | 21,22 | 24,54 | 27,74 |

- Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.
- Die Ergebnisqualität hat sich über die letzten Jahre deutlich verbessert.
- Zunehmender Anteil von Software-Umsätzen sollte sich positiv auf den FCF-Value auswirken.

## Wertermittlung

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| KBV | 1,6 x | 2,5 x | 2,7 x | 2,1 x | 2,2 x | 2,0 x | 1,9 x |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 2,43 | 2,62 | -0,60 | 0,00 | 0,72 | 1,36 | 2,11 |
| EV / Umsatz | 0,5 x | 1,0 x | 1,6 x | 1,2 x | 1,3 x | 1,2 x | 1,1 x |
| EV / EBITDA | 2,9 x | 5,7 x | 11,8 x | 9,4 x | 9,1 x | 8,0 x | 7,2 x |
| EV / EBIT | 4,9 x | 8,7 x | 20,2 x | 18,6 x | 16,1 x | 13,2 x | 10,8 x |
| EV / EBIT adj.* | 5,8 x | 11,7 x | 19,2 x | 18,6 x | 14,4 x | 12,0 x | 10,0 x |
| Kurs / FCF | 11,0 x | 72,4 x | 99,3 x | 20,8 x | 19,8 x | 18,2 x | 14,9 x |
| KGV | 9,9 x | 15,0 x | 26,3 x | 19,4 x | 21,3 x | 17,6 x | 15,0 x |
| KGV ber.* | 9,9 x | 15,0 x | 26,3 x | 19,4 x | 21,3 x | 17,6 x | 15,0 x |
| Dividendenrendite | 4,6 % | 3,4 % | 1,6 % | 1,2 % | 2,5 % | 2,8 % | 2,7 % |
| Free Cash Flow Yield Potential | 13,8 % | 6,8 % | 3,6 % | 6,6 % | 6,3 % | 7,3 % | 8,1 % |

*Adjustiert um: -

## Unternehmensspezifische Kennzahlen

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Auftragseingang | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| book-to-bill | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Auftragsbestand | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |

## GuV

| In EUR Mio. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Umsatz** | **49,4** | **52,6** | **74,5** | **82,3** | **87,0** | **92,5** | **99,0** |
| Veränd. Umsatz yoy | 20,0 % | 6,4 % | 41,8 % | 10,4 % | 5,7 % | 6,3 % | 7,0 % |
| Bestandsveränderungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Aktivierte Eigenleistungen | 3,2 | 4,0 | 3,9 | 2,8 | 3,2 | 3,2 | 3,2 |
| **Gesamterlöse** | **52,6** | **56,5** | **78,5** | **85,1** | **90,2** | **95,7** | **102,2** |
| Materialaufwand | 14,9 | 15,2 | 27,4 | 31,9 | 30,5 | 31,9 | 33,7 |
| **Rohertrag** | **37,7** | **41,3** | **51,1** | **53,2** | **59,8** | **63,8** | **68,5** |
| *Rohertragsmarge* | *76,3 %* | *78,7 %* | *68,5 %* | *64,7 %* | *68,7 %* | *69,0 %* | *69,2 %* |
| Personalaufwendungen | 23,6 | 25,8 | 32,1 | 33,6 | 37,0 | 39,0 | 41,5 |
| Sonstige betriebliche Erträge | 0,9 | 0,7 | 0,8 | 2,8 | 0,8 | 0,8 | 0,8 |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen | 6,8 | 6,8 | 9,7 | 11,7 | 11,6 | 12,3 | 13,2 |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **EBITDA** | **8,3** | **9,4** | **10,1** | **10,8** | **12,0** | **13,3** | **14,7** |
| *Marge* | *16,7 %* | *17,8 %* | *13,5 %* | *13,1 %* | *13,8 %* | *14,4 %* | *14,8 %* |
| Abschreibungen auf Sachanlagen | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,4 |
| **EBITA** | **7,8** | **8,9** | **9,5** | **10,0** | **11,3** | **12,6** | **14,3** |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 2,9 | 2,7 | 3,7 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| Goodwill-Abschreibung | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **EBIT** | **4,9** | **6,2** | **5,9** | **5,5** | **6,8** | **8,1** | **9,8** |
| *Marge* | *10,0 %* | *11,8 %* | *7,9 %* | *6,6 %* | *7,8 %* | *8,7 %* | *9,9 %* |
| **EBIT adj.** | **4,1** | **4,6** | **6,2** | **5,5** | **7,6** | **8,9** | **10,6** |
| Zinserträge | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Zinsaufwendungen | 0,2 | 0,2 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| Sonstiges Finanzergebnis | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **EBT** | **4,9** | **6,2** | **5,6** | **5,2** | **6,7** | **8,1** | **9,8** |
| *Marge* | *10,0 %* | *11,7 %* | *7,5 %* | *6,3 %* | *7,7 %* | *8,7 %* | *9,9 %* |
| Steuern gesamt | 1,4 | 1,9 | 1,8 | 0,7 | 2,0 | 2,4 | 2,9 |
| **Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit** | **3,5** | **4,3** | **3,8** | **4,5** | **4,7** | **5,7** | **6,8** |
| Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter** | **3,5** | **4,3** | **3,8** | **4,5** | **4,7** | **5,7** | **6,8** |
| Minderheitenanteile | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Nettoergebnis** | **3,5** | **4,3** | **3,8** | **4,5** | **4,7** | **5,7** | **6,8** |
| *Marge* | *7,1 %* | *8,2 %* | *5,1 %* | *5,4 %* | *5,4 %* | *6,1 %* | *6,9 %* |
| Aktienanzahl (Durchschnittlich) | 5,9 | 6,3 | 6,6 | 6,9 | 7,0 | 7,0 | 7,0 |
| **EPS** | **0,59** | **0,69** | **0,58** | **0,65** | **0,67** | **0,81** | **0,98** |
| EPS adj. | 0,59 | 0,69 | 0,58 | 0,65 | 0,67 | 0,81 | 0,98 |

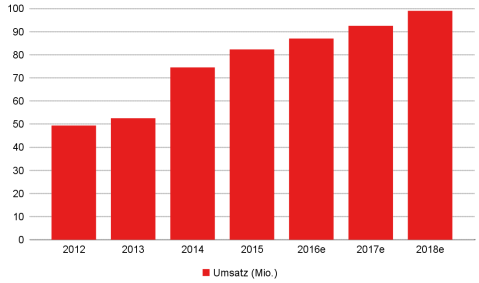
*Adjustiert um:

**Guidance: 2015: Umsatz: > EUR 85 Mio.; operatives EBIT > EUR 7,5m**

## Kennzahlen

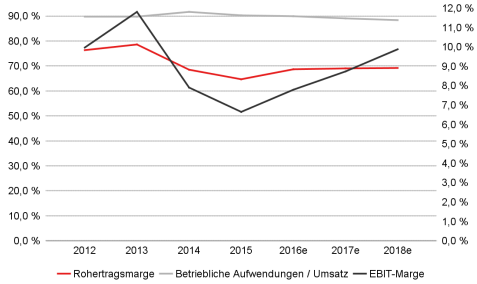
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz | 89,7 % | 89,7 % | 91,7 % | 90,3 % | 89,9 % | 89,1 % | 88,4 % |
| Operating Leverage | 0,8 x | 4,1 x | -0,1 x | -0,7 x | 4,2 x | 3,0 x | 3,0 x |
| EBITDA / Interest expenses | 33,7 x | 45,7 x | 23,3 x | 33,3 x | 59,9 x | 132,9 x | 146,7 x |
| Steuerquote (EBT) | 29,0 % | 30,2 % | 32,3 % | 14,0 % | 30,0 % | 30,0 % | 30,0 % |
| Ausschüttungsquote | 45,8 % | 51,1 % | 43,4 % | 23,2 % | 52,1 % | 49,2 % | 40,7 % |
| Umsatz je Mitarbeiter | 166.851 | 155.936 | 181.345 | 191.744 | 193.333 | 203.297 | 217.582 |

**Umsatz, EBITDA**
in Mio. EUR



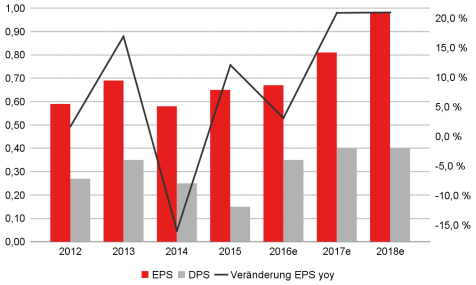

Quelle: Warburg Research

**Operative Performance**
in %




Quelle: Warburg Research

**Ergebnis je Aktie**




Quelle: Warburg Research

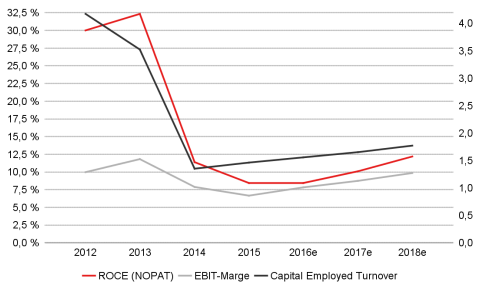
## Bilanz

| In EUR Mio. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Aktiva** | | | | | | | |
| Immaterielle Vermögensgegenstände | 7,8 | 9,7 | 41,0 | 42,4 | 40,9 | 39,4 | 37,9 |
| davon übrige imm. VG | 0,6 | 0,5 | 22,2 | 23,1 | 21,9 | 20,7 | 19,5 |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert | 2,4 | 2,4 | 14,5 | 15,2 | 15,2 | 15,2 | 15,2 |
| Sachanlagen | 1,4 | 1,4 | 1,9 | 2,4 | 2,8 | 3,2 | 4,0 |
| Finanzanlagen | 0,7 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges langfristiges Vermögen | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Anlagevermögen** | **9,9** | **11,1** | **42,9** | **44,7** | **43,6** | **42,5** | **41,8** |
| Vorräte | 3,3 | 4,7 | 8,7 | 9,3 | 9,7 | 10,3 | 11,0 |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 9,8 | 10,0 | 14,2 | 15,4 | 15,7 | 16,2 | 16,8 |
| Liquide Mittel | 12,6 | 12,9 | 8,8 | 9,2 | 12,7 | 10,7 | 14,8 |
| Sonstiges kurzfristiges Vermögen | 2,3 | 1,5 | 2,4 | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 3,8 |
| **Umlaufvermögen** | **28,0** | **29,1** | **34,1** | **37,7** | **41,9** | **41,0** | **46,4** |
| **Bilanzsumme (Aktiva)** | **37,9** | **40,2** | **77,0** | **82,5** | **85,6** | **83,6** | **88,2** |
| **Passiva** | | | | | | | |
| Gezeichnetes Kapital | 6,4 | 6,4 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,0 |
| Kapitalrücklage | 4,4 | 4,4 | 12,3 | 12,3 | 12,3 | 12,3 | 12,3 |
| Gewinnrücklagen | 12,1 | 15,6 | 18,0 | 23,1 | 27,8 | 33,5 | 40,3 |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten | -0,8 | -0,3 | -0,2 | 0,0 | -1,1 | -3,9 | -7,0 |
| Buchwert | 22,2 | 26,2 | 37,0 | 42,4 | 45,9 | 48,8 | 52,6 |
| Anteile Dritter | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Eigenkapital** | **22,2** | **26,1** | **37,0** | **42,3** | **45,9** | **48,8** | **52,5** |
| Rückstellungen gesamt | 3,0 | 2,3 | 3,9 | 4,1 | 4,5 | 4,9 | 5,4 |
| davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen | 1,8 | 1,5 | 2,2 | 1,9 | 2,1 | 2,3 | 2,5 |
| Finanzverbindlichkeiten (gesamt) | 0,5 | 0,2 | 24,8 | 21,2 | 20,7 | 15,7 | 15,7 |
| davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten | 0,0 | 0,0 | 7,0 | 5,5 | 5,5 | 5,5 | 5,5 |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen | 3,0 | 2,5 | 4,2 | 6,3 | 6,0 | 5,6 | 6,0 |
| Sonstige Verbindlichkeiten | 9,3 | 9,0 | 7,1 | 8,5 | 8,5 | 8,5 | 8,5 |
| **Verbindlichkeiten** | **15,7** | **14,1** | **40,0** | **40,1** | **39,8** | **34,8** | **35,7** |
| **Bilanzsumme (Passiva)** | **37,9** | **40,2** | **77,0** | **82,5** | **85,6** | **83,6** | **88,2** |

## Kennzahlen

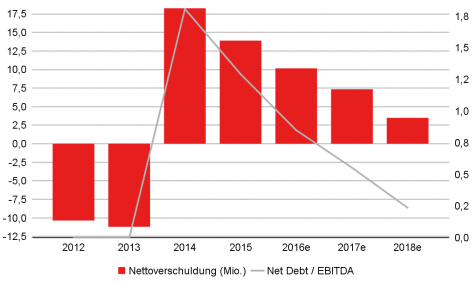
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Kapitaleffizienz** | | | | | | | |
| Operating Assets Turnover | 4,2 x | 3,9 x | 3,6 x | 4,0 x | 3,9 x | 3,8 x | 3,8 x |
| Capital Employed Turnover | 4,2 x | 3,5 x | 1,3 x | 1,5 x | 1,6 x | 1,6 x | 1,8 x |
| ROA | 35,6 % | 38,9 % | 8,9 % | 10,0 % | 10,7 % | 13,3 % | 16,4 % |
| **Kapitalverzinsung** | | | | | | | |
| ROCE (NOPAT) | 30,0 % | 32,4 % | 11,4 % | 8,4 % | 8,5 % | 10,1 % | 12,2 % |
| ROE | 17,8 % | 17,9 % | 12,0 % | 11,3 % | 10,6 % | 12,0 % | 13,5 % |
| Adj. ROE | 17,8 % | 17,9 % | 12,0 % | 11,3 % | 10,6 % | 12,0 % | 13,5 % |
| **Bilanzqualität** | | | | | | | |
| Nettoverschuldung | -10,4 | -11,2 | 18,3 | 13,9 | 10,2 | 7,3 | 3,5 |
| Nettofinanzverschuldung | -12,1 | -12,7 | 16,1 | 12,0 | 8,1 | 5,0 | 1,0 |
| Net Gearing | -46,7 % | -42,9 % | 49,4 % | 32,8 % | 22,2 % | 15,0 % | 6,6 % |
| Net Fin. Debt / EBITDA | n.a. | n.a. | 159,4 % | 112,0 % | 67,3 % | 37,9 % | 6,7 % |
| Buchwert je Aktie | 3,7 | 4,2 | 5,6 | 6,1 | 6,6 | 7,0 | 7,6 |
| Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV) | 2,4 | 2,6 | -0,6 | 0,0 | 0,7 | 1,4 | 2,1 |

### Entwicklung ROCE



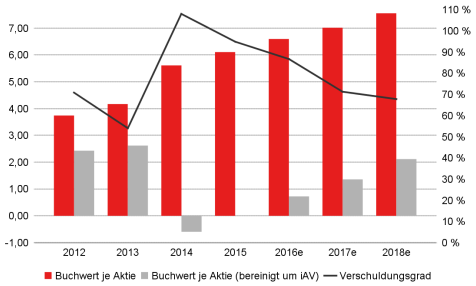

Quelle: Warburg Research

### Nettoverschuldung
in Mio. EUR




Quelle: Warburg Research

### Buchwert je Aktie
in EUR




Quelle: Warburg Research

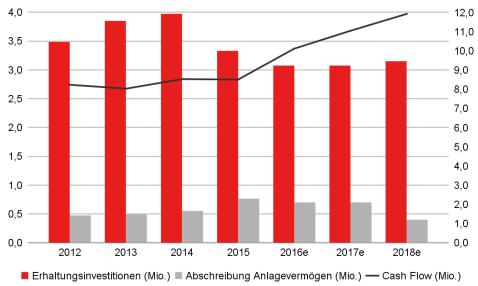
## Cash flow

| In EUR Mio. | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag | 3,5 | 4,3 | 3,8 | 4,5 | 4,7 | 5,7 | 6,8 |
| Abschreibung Anlagevermögen | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 0,4 |
| Amortisation Goodwill | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände | 2,9 | 2,7 | 3,7 | 4,5 | 4,5 | 4,5 | 4,5 |
| Veränderung langfristige Rückstellungen | 0,0 | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | 1,4 | 0,7 | 0,5 | -1,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow** | **8,2** | **8,0** | **8,5** | **8,5** | **10,1** | **11,1** | **11,9** |
| Veränderung Vorräte | 0,3 | -1,3 | -1,6 | -0,6 | -0,4 | -0,6 | -0,7 |
| Veränderung Forderungen aus L+L | -1,8 | -0,2 | -0,7 | -1,2 | -0,3 | -0,5 | -0,6 |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen | 1,1 | -0,4 | -0,9 | 1,7 | -0,3 | -0,4 | 0,4 |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten | 0,0 | -0,1 | 0,9 | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Veränderung Working Capital (gesamt) | -0,5 | -2,0 | -2,2 | 0,1 | -1,0 | -1,5 | -0,9 |
| **Cash Flow aus operativer Tätigkeit** | **7,8** | **6,0** | **6,3** | **8,6** | **9,1** | **9,6** | **11,0** |
| Investitionen in iAV | -3,9 | -4,6 | -3,9 | -2,8 | -3,0 | -3,0 | -3,0 |
| Investitionen in Sachanlagen | -0,7 | -0,5 | -1,4 | -1,7 | -1,1 | -1,1 | -1,2 |
| Zugänge aus Akquisitionen | 0,0 | 0,0 | -21,9 | -1,3 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Finanzanlageninvestitionen | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Erlöse aus Anlageabgängen | 0,0 | 0,2 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow aus Investitionstätigkeit** | **-4,4** | **-4,9** | **-26,4** | **-5,8** | **-4,1** | **-4,1** | **-4,2** |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten | -1,2 | 0,0 | 10,6 | -1,7 | -0,5 | -5,0 | 0,0 |
| Dividende Vorjahr | -1,4 | -1,7 | -1,3 | -1,7 | -1,0 | -2,4 | -2,8 |
| Erwerb eigener Aktien | 0,0 | 1,3 | 0,5 | 1,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Kapitalmaßnahmen | 3,5 | 0,0 | 7,5 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Sonstiges | 0,0 | -0,1 | -0,3 | -0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit** | **0,9** | **-0,5** | **17,0** | **-2,6** | **-1,5** | **-7,4** | **-2,8** |
| Veränderung liquide Mittel | 4,2 | 0,6 | -3,1 | 0,3 | 3,5 | -2,0 | 4,1 |
| Effekte aus Wechselkursänderungen | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| **Endbestand liquide Mittel** | **11,5** | **12,1** | **9,1** | **9,2** | **12,7** | **10,7** | **14,8** |

## Kennzahlen

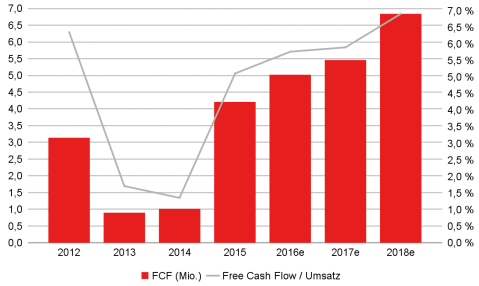
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **Kapitalfluss** | | | | | | | |
| FCF | 3,1 | 0,9 | 1,0 | 4,2 | 5,0 | 5,5 | 6,8 |
| Free Cash Flow / Umsatz | 6,4 % | 1,7 % | 1,4 % | 5,1 % | 5,8 % | 5,9 % | 6,9 % |
| Free Cash Flow Potential | 3,3 | 3,7 | 4,3 | 6,7 | 6,9 | 7,8 | 8,6 |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss | 89,3 % | 20,8 % | 26,7 % | 93,8 % | 107,4 % | 96,5 % | 100,0 % |
| Zinserträge / Avg. Cash | 2,4 % | 1,2 % | 1,5 % | 0,6 % | 0,9 % | 0,9 % | 0,8 % |
| Zinsaufwand / Avg. Debt | 21,9 % | 56,9 % | 3,5 % | 1,4 % | 1,0 % | 0,5 % | 0,6 % |
| **Verwaltung von Finanzmitteln** | | | | | | | |
| Investitionsquote | 9,4 % | 9,8 % | 7,1 % | 5,4 % | 4,7 % | 4,4 % | 4,2 % |
| Maint. Capex / Umsatz | 7,1 % | 7,3 % | 5,3 % | 4,0 % | 3,5 % | 3,3 % | 3,2 % |
| CAPEX / Abschreibungen | 139,1 % | 162,5 % | 125,8 % | 84,1 % | 78,8 % | 78,8 % | 85,7 % |
| Avg. Working Capital / Umsatz | 19,6 % | 21,3 % | 20,8 % | 22,6 % | 21,7 % | 21,8 % | 21,6 % |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL | 333,8 % | 396,0 % | 339,9 % | 244,0 % | 261,7 % | 289,3 % | 280,0 % |
| Vorratsumschlag | 4,5 x | 3,3 x | 3,1 x | 3,4 x | 3,1 x | 3,1 x | 3,1 x |
| Receivables collection period (Tage) | 73 | 70 | 70 | 68 | 66 | 64 | 62 |
| Payables payment period (Tage) | 72 | 61 | 56 | 72 | 72 | 64 | 65 |
| Cash conversion cycle (Tage) | 26 | 73 | 83 | 54 | 65 | 74 | 74 |

**Investitionen und Cash Flow**
in Mio. EUR



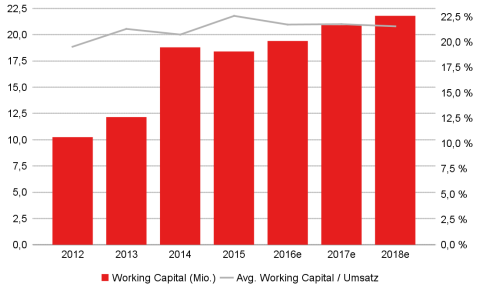

Quelle: Warburg Research

**Free Cash Flow Generation**




Quelle: Warburg Research

**Working Capital**




Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genann-ten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## URHEBERRECHTE

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

## ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

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

## QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

## Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report") ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg" bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.

2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren" gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.

3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.

4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

## Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

-1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.

-2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.

-3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.

-4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden , aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.

-5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.

-6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.

-7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

| Unternehmen | Disclosure | Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate) |
|---|---|---|
| **Softing** | 5 | http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0005178008.htm |

## ANLAGEEMPFEHLUNG

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. |

## WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|---|---|---|
| Kaufen | 118 | 64 |
| Halten | 61 | 33 |
| Verkaufen | 4 | 2 |
| Empf. ausgesetzt | 1 | 1 |
| **Gesamt** | **184** | **100** |

## WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG …

**… unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.**

| Empfehlung | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|---|---|---|
| Kaufen | 23 | 77 |
| Halten | 7 | 23 |
| Verkaufen | 0 | 0 |
| Empf. ausgesetzt | 0 | 0 |
| **Gesamt** | **30** | **100** |

## KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [03.05.2016]

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

## EQUITIES

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

## RESEARCH

**Michael Heider** +49 40 309537-280
Head of Research mheider@warburg-research.com

**Henner Rüschmeier** +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

**Lucas Boventer** +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Harald Hof** +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**J. Moritz Rieser** +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Björn Voss** +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

**Alexander Wahl** +49 40 309537-230
Other awahl@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

## INSTITUTIONAL EQUITY SALES

**Holger Nass** +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Paul Dontenwill** +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

## SALES TRADING

**Oliver Merckel** +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

## MACRO RESEARCH

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

## Our research can be found under:

| | | | |
|---|---|---|---|
| Warburg Research | research.mmwarburg.com/en/index.html | Thomson | www.thomson.com |
| Bloomberg | MMWA GO | Reuters | www.knowledge.reuters.com |
| FactSet | www.factset.com | Capital IQ | www.capitaliq.com |

## For access please contact:

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com