

Buy EUR 14,00 Kurs EUR 10,38 Upside 34,9 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 14,60 FCF-Value Potential 19e: 12,70	Aktien Daten: Bloomberg: SYT GR Reuters: SYTG ISIN: DE0005178008	Beschreibung: Soft- und Hardware für Datenaustausch in industriellen Anlagen und der Fahrzeugelektronik
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 72,2 Aktienanzahl (Mio.): 7,0 EV: 79,9 Freefloat MC: 53,4 Ø Trad. Vol. (30T): 120,18	Aktionäre: Freefloat 74,0 % Trier Asset Mgmt 26,0 %	Risikoprofil (WRe): 2017e Beta: 1,3 KBV: 1,4 x EK-Quote: 62 % Net Fin. Debt / EBITDA: 0,5 x Net Debt / EBITDA: 0,7 x

IoT und das vernetzte Automobil als künftige Wachstumstreiber

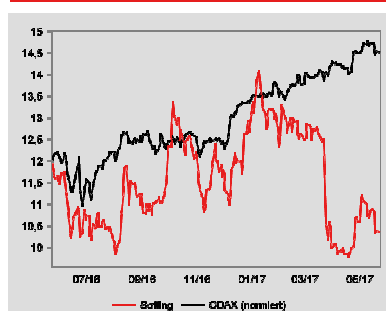
Softings Kernkompetenz ist die **Datenkommunikation** in Produktionsanlagen, der Prozessindustrie sowie der Automobilelektronik. Für diese Zielmärkte bietet das Unternehmen Hard- und Softwareprodukte, Services sowie komplette Systemlösungen an. Diese Kernkompetenz ist das verbindende Element der beiden Segmente.

- Industrial Automation:** Mit dem Schwerpunkt auf **Hardwarekomponenten** und **Softwarewerkzeugen** adressiert Softing OEMs aus dem Maschinen- und Anlagenbau, der Prozessindustrie sowie Endkunden. In deren Anlagen erfolgt der Datenaustausch zwischen Sensoren, Steuergeräten und Stellgliedern bis hin zur ERP-Software auf Basis definierter Protokolle. Diesen Datenaustausch ermöglicht Softing mit Hilfe etablierter industrieller Standards. Lösungen der Tochtergesellschaft IT Networks werden zum testen komplexer IT-Netzwerke in der Industrieautomation, Büroinstallationen und Rechenzentren genutzt.
- Automotive Electronics:** In diesem Segment adressiert Softing mit den Kernthemen **Kommunikation, Diagnose, Messen und Testen** Schlüsseltechnologien in der Automobilelektronik und angrenzenden Anwendungsgebieten wie der Nutzfahrzeug- und Landmaschinenindustrie. Softings Lösungen decken einen Großteil des Lebenszyklus eines Fahrzeugs ab: von der Entwicklung und Prototypentests, über Messungen, Produktionsprozesse bis hin zum After-Sales-Service. Jedoch wird keines der Produkte in Fahrzeugen verbaut, sodass Produktrückrufisiken vermieden werden. Wichtige OEMs wie z.B. VW, Daimler oder Continental zählen zum Kundenkreis.

Markt mit Nischencharakter: Die Markt-Anwendungen, die den Datenaustausch zwischen elektronischen Komponenten (z.B. Sensoren und Aktoren) innerhalb von Netzwerken und mit der Außenwelt ermöglichen, besteht aus zahlreichen Nischen. In diesen trifft Softing auf jeweils andere Wettbewerber, die häufig kleiner sind. Gegenüber diesen weist Softing aufgrund seiner Größe und soliden Finanzlage Vorteile auf. Große Player der Automatisierungsindustrie sind auf den Absatz ihrer Geräte ausgerichtet – die Vernetzung, die auch mit Komponenten von Wettbewerbern erfolgen muss, zählt nicht zu deren Fokus. Durch die hohe technologische Komplexität ist der Markt von substantziellen Markteintrittsbarrieren und einer starken Kundenbindung geprägt.

IoT und das vernetzte und elektrifizierte Automobil als strukturelle Wachstumstreiber: Mit der zunehmenden Verfügbarkeit schneller Datenübertragung, sinkender Preise für Sensoren und steigender Rechenleistung wird die Datenintegration immer umfangreicher. Dies ermöglicht z.B. die Real-Time Erfassung von Daten z.B. zur Überwachung oder neue Formen der Wartung (Predictive Maintenance, Remote Zugriff auf Daten etc.). Als Technologie-Enabler ermöglicht Softing seinen Kunden den Datenaustausch innerhalb großer Industrieanlagen oder im Automobil und profitiert so von strukturellen Wachstumstreibern. Schlagwörter wie **IoT**, das **fahrerlose Auto** und das **vernetzte Automobil (Car2X-Kommunikation)** sind Ausdruck dieser Entwicklung.

Mit den Zahlen für das erste Quartal ist Softing auf den Pfad des zweistelligen Umsatzwachstums zurückgekehrt. Die Softing Aktie notiert derzeit mit einem Abschlag von 50-70% zur Peergroup und weist ein Potenzial von rund 30% zum DCF-basierten **Kursziel von EUR 14** auf. Allein der Wegfall in 2017 belastender Entwicklungsaufwendungen sollte als Katalysator dienen. Kaufen.



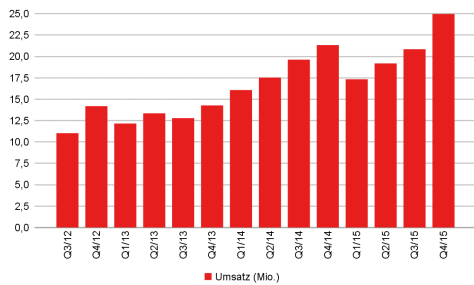
Rel. Performance vs CDAX:

1 Monat:	0,5 %
6 Monate:	-29,9 %
Jahresverlauf:	-27,8 %
Letzte 12 Monate:	-37,1 %

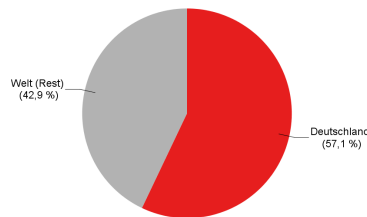
Unternehmenstermine:

30.05.17	RS HEL
31.05.17	RS PAR
01.06.17	RS FFM
02.06.17	RS LON

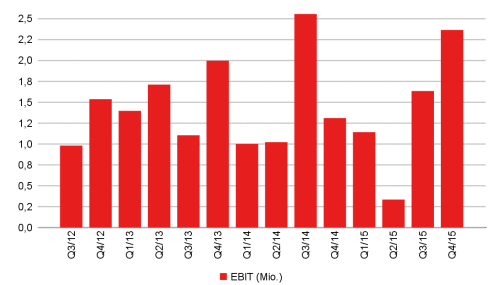
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (16-19e)	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	5,7 %	52,6	74,5	82,3	80,4	84,0	89,0	95,0
Veränd. Umsatz yoy		6,4 %	41,8 %	10,4 %	-2,3 %	4,4 %	6,0 %	6,7 %
Rohertragsmarge		78,7 %	68,5 %	64,7 %	66,6 %	66,8 %	65,4 %	65,0 %
EBITDA	3,8 %	9,4	10,1	10,8	12,3	11,2	12,7	13,7
Marge		17,8 %	13,5 %	13,1 %	15,2 %	13,4 %	14,3 %	14,4 %
EBIT	7,2 %	6,2	5,9	5,5	7,2	6,0	7,8	8,8
Marge		11,8 %	7,9 %	6,6 %	8,9 %	7,2 %	8,8 %	9,3 %
EBIT adj.	13,4 %	4,6	6,2	6,7	6,6	5,8	8,6	9,6
Nettoergebnis	2,7 %	4,3	3,8	4,5	5,7	4,2	5,5	6,2
EPS	2,8 %	0,69	0,58	0,65	0,82	0,61	0,78	0,89
DPS	14,5 %	0,35	0,25	0,15	0,20	0,22	0,25	0,30
Dividendenrendite		3,4 %	1,6 %	1,2 %	1,7 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %
FCFPS		0,14	0,15	0,61	0,56	0,30	0,54	0,57
FCF / Marktkap.		1,4 %	1,0 %	4,8 %	4,8 %	2,9 %	5,2 %	5,5 %
EV / Umsatz		1,0 x	1,6 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA		5,7 x	11,8 x	9,4 x	7,3 x	7,1 x	6,1 x	5,5 x
EV / EBIT adj.		11,7 x	19,2 x	15,1 x	13,7 x	13,7 x	9,0 x	7,9 x
EV / EBIT		8,7 x	20,2 x	18,6 x	12,6 x	13,2 x	10,0 x	8,6 x
KGV		15,0 x	26,3 x	19,4 x	14,3 x	17,0 x	13,3 x	11,7 x
FCF Yield Potential		6,8 %	3,6 %	6,6 %	7,5 %	6,5 %	7,8 %	9,0 %
Nettoverschuldung		-11,2	18,3	13,9	8,3	7,6	5,6	3,4
ROCE (NOPAT)		32,4 %	11,4 %	8,4 %	10,5 %	7,4 %	9,3 %	10,2 %
Guidance:		2017: Umsatz ca. EUR 85 Mio.; EBIT ca. EUR 6 Mio.						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR


Quelle: Company

Umsatz nach Regionen
2016; in %


Quelle: Company

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR


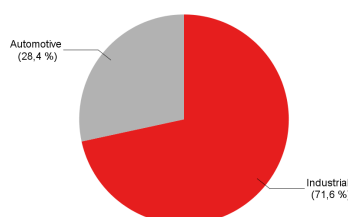
Quelle: Company

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.
- Teil des Industrial Automation Segments ist auch die Tochtergesellschaft IT-Networks. Deren Lösungen dienen dem Testen komplexer IT-Netzwerke in der Industrieautomation, Büroinstallationen und Rechenzentren.
- 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.

Wettbewerbsqualität

- Weltmarktführer bei Werkzeugen für das Erkennen von Fehlern in Produktionsanlagen (sog. Feldbusdiagnose).
- Europäischer Marktführer bei der Vernetzung von Produktionsanlagen untereinander und 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 ist DIE Markteintrittsbarriere für potenzielle Wettbewerber.

Umsatz nach Segmenten
2016; in %


Quelle: Company

Zusammenfassung des Investment Case	4
Unternehmensüberblick	5
Investmentcase	7
Wettbewerbsqualität	10
Wertschätzung als Technologie-Enabler	10
Bestimmend in vielen Marktnischen	11
Hohe Eintrittsbarrieren	12
Mitarbeit in Standardisierungsgremien	12
Wachstum / Financials	13
Umsatzwachstum	13
Produkt- und marktspezifische Umsatzrückgänge der vergangenen Jahre...	13
...sind größtenteils überwunden	14
Vielfalt der Standards schafft Komplexität, Zahl verbundener Knoten wächst	15
Steigende Komplexität der Elektronik und die Vernetzung des Automobils	16
Zunehmende Verbreitung von Standards	17
Diagnose-App als potenzieller Treiber von Wachstum und Ertrag	18
Ertragswachstum	19
Ein Peer-Group-Vergleich zeigt weiteres Margensteigerungspotenzial	20
Returns haben die Talsohle durchschritten	21
Solide Bilanz	21
Skaleneffekte sollten zu wieder steigenden Returns führen	23
Bewertung	24
DCF-Modell	24
Free Cashflow Value	26
Peer Group-Vergleich	27
Unternehmen & Produkte	29
Industrial Automation	29
Automotive Electronics	32
Kunden und Vertrieb	33
Regionen	34
Fertigung	34
Management	35
Vorstand	35
Aufsichtsrat	35
Aktionäre	35
Unternehmenshistorie	36
Glossar	37

Zusammenfassung des Investment Case

Investment triggers

- Softing ist ein Enabler für den Datenaustausch in industriellen Netzwerken und der Automobilelektronik und damit **ein Wegbereiter für Trends wie IoT und Industrie 4.0 und das vernetzte Automobil.**
- **Guidanceanhebung:** Mit den Zahlen für das erste Quartal hat Softing die Rückkehr auf den Wachstumspfad vollzogen: Der Umsatz im Segment Industrial Automation ist getrieben von der diskreten Fertigung um 27% gestiegen. Der Auftragsbestand ist um über 50% yoy auf EUR 15 Mio. gewachsen. Die Umsatzguidance wurde von >EUR 80 Mio. auf ca. EUR 85 Mio. angehoben.
- **Wachstumsbeschleunigung möglich:** Gegen Ende des laufenden Geschäftsjahres sollte die Prozessautomation an Dynamik gewinnen und damit den Wachstumspfad festigen. Die Fertigstellung umfangreicher Entwicklungsprojekte sollte auch im Segment Automotive Electronics ab Q3 die Rückkehr auf den Wachstumspfad einläuten.
- **Diagnose-App:** Allein die erfolgreiche Einführung einer Diagnose-App für Automobile birgt das Potenzial, das operative Ergebnis um über 50% zu steigern und einen wiederkehrenden Umsatzstrom von ca. EUR 10 Mio. zu generieren.
- **Wegfall belastender Entwicklungsaufwendungen:** Die Entwicklung neuer Lösungen im Bereich des vernetzten Automobils wird das Konzernergebnis in 2017e mit über EUR 3 Mio. (teilweise aktiviert) belasten. Deren Wegfall sollte zur Ergebnisdynamik in 2018e beitragen und zu einer positiven Kursentwicklung beitragen.

Strukturell wachsende Märkte

- Die Zahl vernetzter Geräte steigt stetig mit Wachstumsraten im **mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich.** Begriffe wie IoT und Industrie 4.0 reflektieren diese Entwicklung.
- Auch das Automobil wird zunehmend vernetzt: innerhalb des Fahrzeugs durch Elektronik (Entertainment, Klima- und Safety-Netzwerke) und damit die Zahl verbundener Bauteile. Zudem wird das Fahrzeug mit der Umwelt vernetzt, sodass Remote der Zugriff auf Fahrzeugdaten (Tankstand, Geschwindigkeit, Wartung etc.) z.B. im Rahmen von Flottenmanagement ermöglicht wird.
- Für die Softing-Gruppe antizipieren wir ein Umsatz-Wachstum im mittleren bis hohen einstelligen Prozentbereich. Das operative Ergebnis sollte vom sukzessiven Margenausbau geprägt sein. Allein mit dem Geschäftsfeld IT Networks (Kabeltester) sollte es Softing aufgrund des technologischen Vorsprungs gelingen, den Umsatz in den nächsten drei Jahren um rund EUR 5 Mio. (+50% gegenüber 2016) zu steigern, was zur Visibilität des Wachstums beiträgt.

Wettbewerbsqualität

- Softing's adressierte Märkte haben einen **ausgeprägten Nischencharakter.** In diesen hat Softing zum Teil eine weltweit führende Stellung inne.
- **Hohe Komplexität** der Geschäftstätigkeit und Reputation als Markteintrittsbarriere gegenüber den meist kleineren Anbietern zu denen häufig Ingenieurbüros etc. zählen.
- **Wertschätzung als Technologie-Enabler:** Softing ermöglicht seinen Kunden die Vernetzung unterschiedlicher Teile von Industrieanlagen; Geräteherstellern wird es ermöglicht, Absatzmärkte überhaupt zu erschließen; Werkstätten und anderen Anbieter erhalten durch Softing Zugang zu Fahrzeugdaten.

Bewertung

- Das Kursziel von EUR 14 basiert auf einem DCF-Modell.
- Das **FCF Value Potential** signalisiert einen Wert von ca. EUR 12.
- **Der Peer Group-Vergleich signalisiert auf Basis von EV/EBIT-Multiplikatoren ein Kurspotenzial von 50-70%. Softings Rückkehr zum dynamischen Wachstum sollte dazu beitragen, die Bewertungslücke zu schließen.**

Unternehmensüberblick

Segmente	Industrial Automation	Automotive Electronics
Kernthemen	Vernetzung von Automatisierungskomponenten, um Daten aus der Produktionsebene für Steuerungsaufgaben und zur weiterführenden Analyse lokal und in der Cloud bereitzustellen. Die Produkte ermöglichen die Überwachung und Diagnose von technischen Kommunikationsnetzen und gewährleisten damit einen zuverlässigen Datenfluss.	Diagnose, Messen und Testen in der Automobilelektronik sowie nah verwandter Elektronik-Bereiche wie Nutzfahrzeug- oder Landmaschinen-Branche.
Angebots-spektrum	Hardwarekomponenten (z.B. Schnittstellenkarten, Gateways), Chiplösungen und Kommunikationssoftware (Stacks), Softwaretools (z.B. OPC-Server-Entwicklungstoolkit) und Diagnosegeräte	Hardware (z.B. VCIs) und Softwareprodukte (z.B. ODX Software), Programmierschnittstellen, Diagnose-Apps sowie Consulting und Engineering vor Ort
Umsatz 2017e	EUR 67 Mio.	EUR 17 Mio.
Wachstum 2017e	16%	-26%
Kunden/Referenzen:	DS Smith, Wacker Chemie, Kongsberg, Siemens, Rockwell Automation etc.	z.B. Volkswagen, Audi, Daimler, Heavy Duty Diesel, Continental
Markt- und Marktumfeld	Der Markt besteht aus einer Vielzahl von Marktnischen, in denen Softing jeweils auf andere Kundengruppen und Wettbewerber trifft. Der Markt für Kommunikationslösungen für den Datenaustausch in der Industrie und dem Automobil ist stark fragmentiert. Kein Wettbewerber ist deckungsgleich mit Softing.	
Wettbewerber	<p>Factory automation: Große Player der Automationsindustrie sind in der Regel Kunden. In einzelnen Bereichen können sie auch Wettbewerber sein; HMS Networks, kleine lokale Player wie z.B. Hilscher, Comsoft und andere.</p> <p>Process automation: SMAR, Emerson. OPC Server: Matricon (Honeywell), Prosys. IT Networks diagnostics: Fluke (part of Danaher).</p>	z.B. ESI Groupe, Actia (im Bereich der VCIs), ESG, Vector Informatik, Hella und z.T. andere Automobilzulieferer
Treiber des Wachstums	IoT/Industrie 4.0: Zunehmende Zahl vernetzter Geräte in der industriellen Fertigung und Prozessautomation, Remote Zugriff auf Geräte (Steuerung, Diagnose etc.)	Elektrifizierung des Fahrzeugs, Vernetzung (z.B. Remote Diagnose und Remote Zugriff), nach wie vor steigende Modellvielfalt, zunehmende Komplexität der Fahrzeugelektronik, Standardisierung der Datenübertragung in Bereichen, die Automobilherstellern keine Differenzierung bieten.
Umsatzsplitts	<p>Industrial Automation Hardware 80%</p> <p>Industrial Automation Software 15%</p> <p>Industrial Automation Services 5%</p>	<p>Automotive Services 40%</p> <p>Automotive Hardware 25%</p> <p>Automotive Software 35%</p>
	<p>direkter Vertrieb 75%</p> <p>indirekter Vertrieb 25%</p>	<p>Top 5 Kunden 25%</p> <p>Top 5-10 Kunden 12%</p> <p>übrige 63%</p>

Quelle: Warburg Research

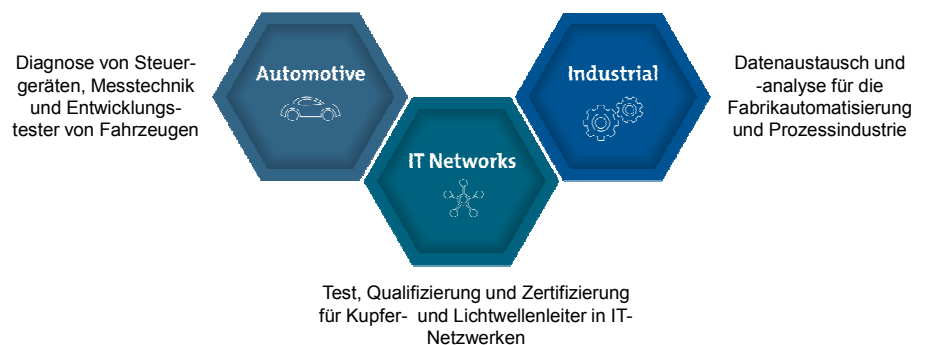
Netzwerke zum Austausch von Daten, wie sie beispielsweise in einem Büro existieren, sind allgemein bekannt und regeln auf Basis von Kommunikationsstandards die Kommunikation zwischen PCs, Druckern, Kopierern und anderen Netzwerkgeräten.

Solche Netzwerke finden sich auch in der industriellen Fertigung und der Prozessindustrie sowie im Automobil wieder. Jedoch müssen die hier verwendeten Netzwerke anderen Anforderungen genügen. Dazu gehört z.B. die Real Time-Fähigkeit, d.h. die Fähigkeit, Daten innerhalb klar definierter Zeitintervalle und in einer vorgegebenen Geschwindigkeit zu übermitteln und dabei eine feste Reihenfolge einzuhalten. Anders als im Büro, wo es keinen wesentlichen Unterschied macht, in welcher Reihenfolge z.B. Druckaufträge abgearbeitet werden, ist diese Fähigkeit in der industriellen Fertigung entscheidend.

Kenntnis über Datenaustausch als Kernkompetenz

Die Kenntnis darüber, wie dieser Datenaustausch erfolgt, bildet die Kernkompetenz von Softing. Sie verbindet zugleich beide Segmente **Industrial Automation** und **Automotive Electronics**.

Kommunikationstechnologie als verbindende Kernkompetenz



Quelle: Softing

Im Segment **Automotive Electronics** bietet Softing sowohl Hard- als auch Software rund um die Kernthemen **Diagnose, Messen und Testen** an, die im Automobil über die gesamte Wertschöpfungskette von der Entwicklung über die Produktion bis zum Kundenservice in der Werkstatt eingesetzt werden. Um Haftungs- und Rückruf Risiken zu vermeiden, bietet Softing jedoch keine Produkte an, die Teil des Fahrzeugs sind.

Softings Kernkompetenz im Segment Industrial Automation liegt der Fokus auf der Datenübertragung in Anlagen der Prozess- und Fertigungsindustrie zwischen den verbauten Einzelgeräten. Für diesen Zweck bietet das Unternehmen Lösungen mit dem Fokus auf die Standards Foundation Fieldbus und PROFIBUS, Industrial Ethernet-Lösungen sowie für die Netzwerkd Diagnose an. Darüber hinaus ermöglicht es durch Gateways auch die Kommunikation zwischen Geräten, die mit unterschiedlichen Übertragungsstandards operieren.

Investmentcase

Neben dem Kurspotenzial zu unserem Kursziel sprechen insbesondere folgende Gründe für ein Investment in die Softing-Aktie:

1. Softing ist einer der wenigen „Pure Plays“ bei Themen wie

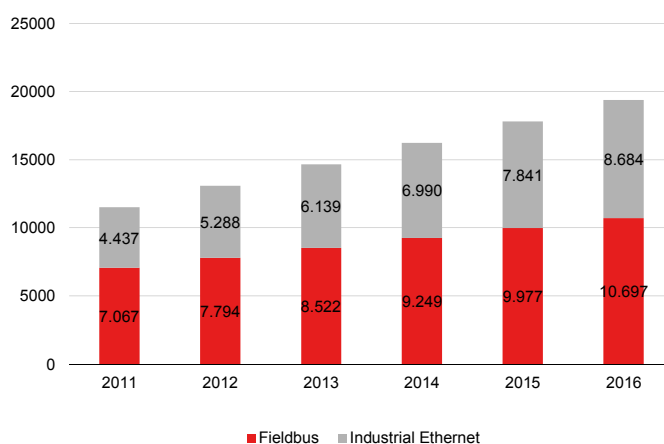
- **„Internet der Dinge“ bzw. „Industrie 4.0“:** Softings Lösungen ermöglichen die Vernetzung von Systemen, die auf unterschiedlichen Kommunikationsstandards basieren.
- **vernetztes Automobil:** Der Remote-Zugriff auf das Automobil gewinnt zunehmend an Bedeutung. Mit seinem Know-how kommt Softing eine Schlüsselrolle zu.

2. **Gute Wettbewerbsposition in Marktnischen:** Zwar ist die Automatisierungstechnik ein Multimilliardenmarkt, jedoch haben die Märkte für Lösungen zum Austausch von Daten in industriellen Netzwerken oder mit dem Automobil **Nischencharakter**. In diesen Marktnischen hat Softing z.T. eine weltweit führende Marktstellung und genießt als Technologie-Enabler Wertschätzung durch die Kunden.

3. **Hohe Markteintrittsbarrieren:** Diese werden gebildet u.a. durch die technologische Komplexität sowie die Tatsache, dass Kunden Partner bevorzugen, die aufgrund ihrer Positionierung und finanziellen Stabilität langfristig am Markt bestehen können. Zudem machen die Komponenten und Lösungen einen nur geringen Teil der Kosten in Produktionsanlagen aus. Dies reduziert den Wettbewerb.

4. **Strukturelle Trends legen die Basis für künftiges Wachstum:** Die Zahl vernetzter Geräte in Netzwerken der industriellen Fertigung und der Prozessautomation steigt kontinuierlich. Die von Softing in besonderem Maß adressierten Lösungen für Feldbussysteme weisen Wachstumsraten von ca. 5-7% auf. Zugleich steigt auch der Bedarf, per Fernzugriff Geräte anzusteuern, neu zu kalibrieren und auszulesen. Dies legt die Basis für die Nachfrage nach den Lösungen von Softing.

Zahl neu verbundener Knoten steigt

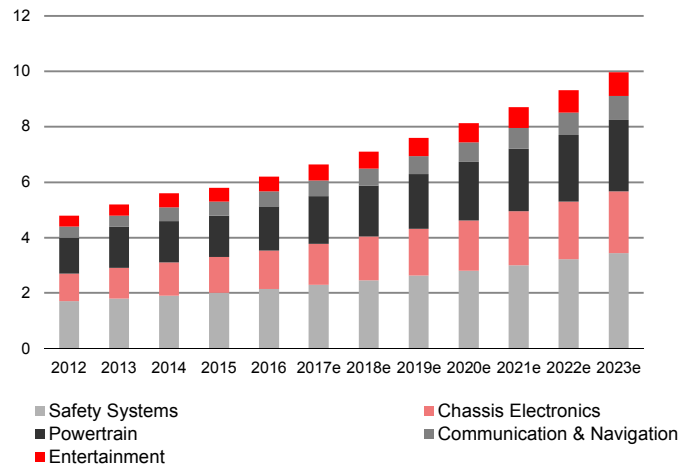


Quelle: IMS Research

5. **Steigende Komplexität des Automobils:** Moderne Fahrzeuge verfügen über fünf Netzwerke. Die gleichzeitig steigende Zahl der Steuergeräte führt zu einer hohen Komplexität im Fahrzeug. Aufgrund der zunehmenden **Vernetzung des Automobils** (sowohl intern als auch mit der Außenwelt) werden auch das Testen der Steuergerätefunktionen, die Erhebung und der Austausch von Diagnosedaten, immer wichtiger. Dies bietet den Nährboden für Softings Umsätze in diesem Segment.

Zahl der Steuergeräte im Automobil erhöht die Komplexität

Marktgröße Steuergeräte in USD Mrd.

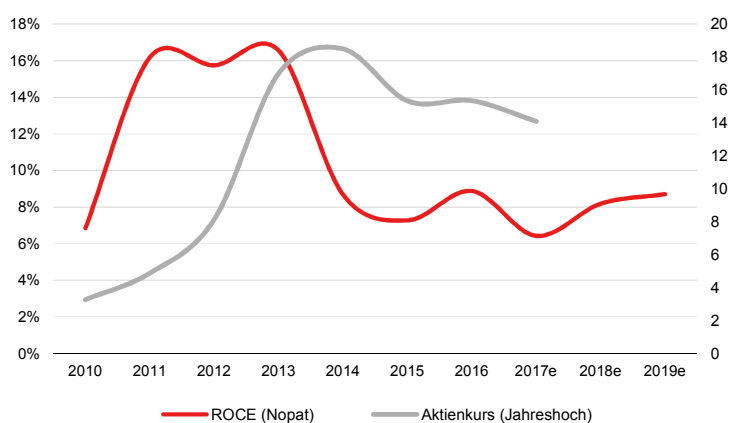


Quelle: Global Market Insights

6. **Zweistelliges organisches Wachstum im ersten Quartal markiert Wendepunkt:** Nach zwei durchwachsenen Jahren, die sowohl durch die Zielmärkte (z.B. schwache Nachfrage in der Öl- und Gas- Industrie, durchwachsenen Geschäft bei Rockwell) als auch durch den Lebenszyklus einzelner Produkte bedingt waren, ist Softing im ersten Quartal mit einem Umsatzplus von 11% getrieben von der Fabrikautomation und IT Networks auf den Wachstumspfad zurückgekehrt.
7. **Automotive Segment vor Rückkehr zum Wachstum:** Um die sich bietenden Wachstumschancen zu ergreifen, die z.B. mit dem vernetzten Automobil einhergehen, hat Softing in 2016 und im H1 2017 bewusst auf umsatzgenerierende Kundenprojekte verzichtet und personelle Ressourcen für die Entwicklung eigener Produkte genutzt. Die ersten Produkte aus diesen Entwicklungen werden voraussichtlich nach Q2 fertig gestellt und sollten das zukünftige Wachstum in diesem Segment forcieren.
8. **Fahrzeugdiagnose sollte das Wachstum ankurbeln:** Mit den neu entwickelten Produkten sollte Softing von Megatrends in der Automobilindustrie wie Ferndiagnose und Security profitieren. Damit kommt Softing eine Schlüsselrolle bei Themen wie dem fahrerlosen Automobil oder dem Management von Fahrzeugflotten zu. Erste Pilotprojekte laufen bereits.

9. **Diagnose-App mit deutlichem Umsatz- und Ergebnispotenzial:** Softing hat eine Automobil-Diagnose-App für After-Sales-Services eingeführt. Die App wird zu einem deutlich niedrigeren Preis als die vorhandenen Lösungen angeboten (ca. EUR 120-300 für das Software-Produkt und ca. EUR 80 für die erforderliche Hardware-Komponente). Für dieses Jahr wird der Absatz von 1.000 Lizenzen angestrebt. Der weltweit adressierbare Markt wird aus ca. 50 Tsd. Service-Partnern gebildet. Damit birgt die erfolgreiche Markteinführung dieses Produkts das Potenzial, das **EBITDA um über 50% zu steigern**.
10. **Dynamisches Wachstum bei IT Networks:** Softing ist als einer von zwei Anbietern in der Lage, Kabel bis zur CAT 8 Spezifikation zu messen. Dies und die Einführung der weltweit ersten WLAN-Tester, die das volle Spektrum des 802.11ac-Standards messen können, sind die Gründe für Softings klare Wachstumsstrategie in diesem Geschäftsfeld. In Q1 2017 ist der Umsatz in diesem Segment um 20% gewachsen. In drei Jahren strebt Softing an, den Umsatz von ca. EUR 10 Mio. (2016) auf über EUR 15 Mio. zu steigern. Damit dürfte dieses Geschäftsfeld, das das Potenzial hat, ein separates Segment zu werden, eine wesentliche Quelle des Wachstums sein.
11. **Wegfall das Ergebnis belastender Entwicklungsaufwendungen:** Allein der Wegfall in 2017 belastender Entwicklungsaufwendungen im Automotive Segment i.H. von ca. EUR 3 Mio. sollte positive Impulse für die Ergebnisentwicklung liefern und zu einer positiven Entwicklung des Ergebnisses sowie des Aktienkurses beitragen.
12. Mit höheren Umsatzvolumina sollten die Profitabilität und damit auch die ROCE wieder steigen. Derzeit wirken sich auch Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen belastend mit ca. 1,5 Prozentpunkten belastend aus. Im nächsten Jahre sollten damit die Kapitalkosten (WACC von 7,4%) bereits wieder verdient werden.

ROCE hat die Talsohle durchschritten



Quelle: Warburg Research

Fazit: Die Softing-Aktie handelt derzeit mit einem Abschlag von ca. 50-70% gegenüber vergleichbaren Unternehmen. Durch die Fortsetzung des wieder eingeschlagenen organischen Wachstumspfad und Erhöhung der IR-Aktivitäten sollte dieser Bewertungsabstand reduziert werden. Das DCF-basierte Kursziel bietet ein Potenzial von ca. 30%, daher lautet das Rating Kaufen.

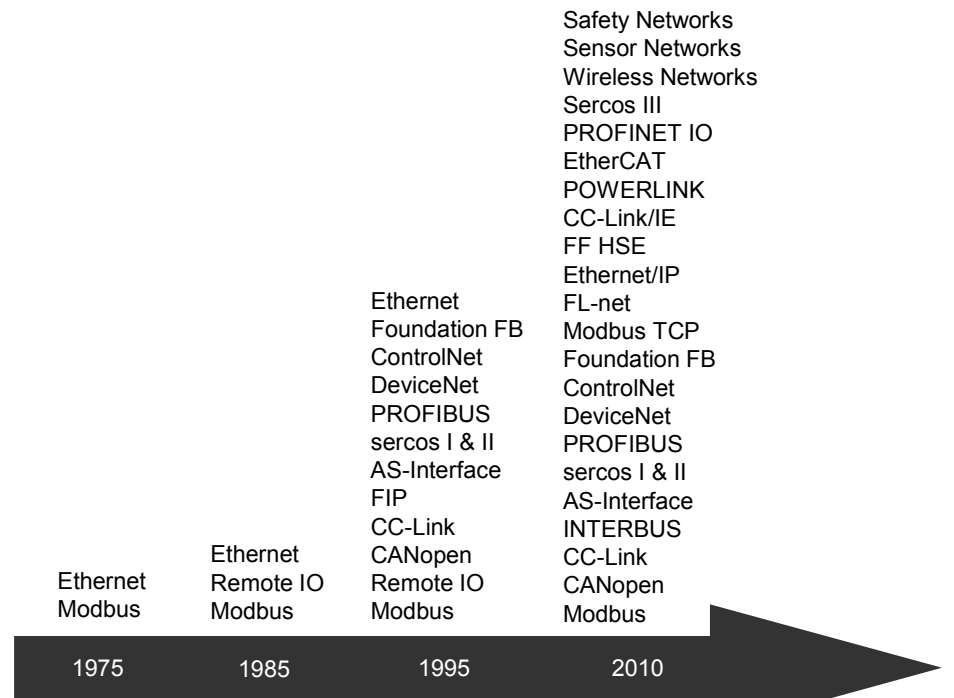
Wettbewerbsqualität

- Als Technologie-Enabler erfährt Softing Wertschätzung, denn hohe technologische Komplexität und zunehmende Vielfalt verstärken Outsourcing an spezialisierte Anbieter wie Softing.
- Große Player der Automatisierungstechnik differenzieren sich nicht über Kommunikationslösungen und sind damit keine unmittelbaren Konkurrenten
- Softing steht meist mit kleineren Marktteilnehmern im Wettbewerb.
- Technologische Komplexität und Reputation wirken als Markteintrittsbarrieren gegenüber kleineren Anbietern.

Wertschätzung als Technologie-Enabler

- **Technologie-Enabler: Anbieter von Notebooks differenzieren sich nicht dadurch, dass deren Produkte einen Ethernet-Anschluss besitzen.** Das gleiche gilt für Anbieter von Geräten für die Industrieautomation. Um deren Geräte an bestimmte Protokolle und Kommunikationsstandards anbinden zu können und die Potenziale vernetzter Systeme auszuschöpfen, greifen diese und Endkunden auf Anbieter wie Softing zurück. Folglich eröffnet Softing seinen Kunden erst den Zugang zu bestimmten Märkten und erfährt dadurch Wertschätzung.

Vielfalt der Kommunikationssysteme führt zu Komplexität



Quelle: Warburg Research

- **Investitionsschutz:** Häufig müssen Geräte und Kommunikationssysteme unterschiedlicher Automatisierungsanbieter miteinander verbunden werden, was nicht im unmittelbaren Interesse der großen Player der Automatisierungsindustrie liegt. Indem Softing eben solche Vernetzungen ermöglicht, können Endkunden bei Automatisierungsgeräten eine „Best-of-Breed“-Strategie verfolgen und zugleich getätigte Investitionen wie z.B. in Feldbussysteme, die an Industrial Ethernet-Systeme angeschlossen werden, schützen.
- **Schlüsselrolle in der Fahrzeugdiagnose:** Jeder Zugriff auf die Automobilelektronik erfolgt immer über die gleiche Diagnoseschnittstelle. Daher ist Softings Know-how bei Diagnosemechanismen essenziell bei Themen wie dem Remote-Zugriff auf das Automobil. Dabei umfasst die Fahrzeugdiagnose viel mehr als das Erkennen von Fehlern. Dazu zählt insbesondere die Überwachung im Fahrzeug befindlicher Sensoren und Aktoren, die an die Steuergeräte angeschlossen sind. Dies ermöglicht den Fernzugriff auf Fahrzeuginformationen (Geschwindigkeit, Tankstand, Beschleunigung) und spielt bei Themen wie der Fahrzeugüberwachung, beim Flottenmanagement, bei Safety-Lösungen (Car2Car-Communication) und Themen wie dem fahrerlosen Fahrzeug eine wichtige Rolle. In diesen Bereichen laufen bereits erste Pilotprojekte.

Bestimmend in vielen Marktnischen

Der Markt für industrielle Kommunikations- und Netzwerklösungen ist durch eine Vielzahl unterschiedlicher Marktteilnehmer gekennzeichnet. Diese unterscheiden sich zum Teil deutlich in Bezug auf Größe, Produktspektrum und strategischen Ansatz.

Die Wettbewerber, auf die Softing trifft, unterscheiden sich je nach adressierter Marktnische, in denen Softing seine Kommunikationskompetenzen einsetzt. In einigen der adressierten **Marktnischen** konnte das Unternehmen eine weltweit führende Position einnehmen. So ist das Unternehmen

- Weltmarktführer bei **Feldbusdiagnosegeräten**. Dabei handelt es sich um Werkzeuge, die es ermöglichen, Fehler in Produktionsanlagen zu erkennen.
- europäischer Marktführer bei **OPC-Produkten**. Diese dienen dazu sowohl Produktionsanlagen untereinander zu vernetzen als auch den Datenaustausch mit betriebswirtschaftlicher Software (ERP-Software) zu ermöglichen.
- der größte unabhängige Anbieter von Kommunikationslösungen auf Basis des **Foundation Fieldbus**-Standards. Dieser ist heute bei Neuinstallationen der De-Facto-Standard und Softing der dominierende Technologie-Enabler – bei mehr als der Hälfte aller weltweit registrierten Geräte, die in diesen Anlagen zum Einsatz kommen, sind Komponenten von Softing enthalten.
- ein wesentlicher Anbieter bei Werkzeugen für die Auswertung von Fehlern in der Fahrzeugelektronik.
- einer von wenigen Anbietern weltweit von kabellosen Geräten für die Fahrzeugdiagnose in PKW und LKW (weltweit mehr als 80.000 Diagnosegeräte). Neben dem Auslesen des Fehlerspeichers dient die Fahrzeugdiagnose auch dazu, Fahrzeugdaten wie Tankstand auszulesen.
- durch die Akquisition der Psiber Data GmbH in 2014 (heute: IT Networks) **Technologieführer** in der Diagnose von Kupfer- und Glasfasernetzwerken in Rechenzentren und Büroinstallationen und als einer der wenigen Anbieter in der Lage, Kabel bis zur CAT 8 Spezifikation zu messen.

Hohe Eintrittsbarrieren

Die Eintrittsbarrieren in die von Softing adressierten Marktnischen sind hoch aufgrund der

- **hohen technologischen Komplexität:** Das komplexe Geschäftsumfeld, in dem Softing operiert, erfordert ein tiefes technisches Know-how. Gerade diese technische Komplexität der Produkte stellt eine wesentliche Markteintrittsbarriere in beiden Segmenten dar.
- **geringen Kostenanteile:** Die von Softing angebotenen Produkte sind häufig kritisch für die Funktionsfähigkeit großer Anlagen. Produkte des Unternehmens bei Großprojekten wie beispielsweise Raffinerien häufig nur einen geringen Beitrag zu den Gesamtkosten leisten und daher nicht die wesentlichen Problemfelder auf den Listen von Einkaufsmanagern darstellen.
- **Reputation:** Softing kann auf eine langjährige Qualitätsreputation zurückblicken, die ein neuer Marktteilnehmer erst aufbauen müsste. Angesichts der wichtigen Rolle, die die Produkte von Softing in der Wertschöpfung seiner Kunden z.B. in der Produktion einnehmen, ist die Bereitschaft der Kunden mit weniger bewährten Anbietern zu arbeiten sehr gering.
- **Größe im Vergleich zu vielen kleineren Playern:** Gegenüber kleineren Marktteilnehmern, üblicherweise Ingenieurbüros, die vergleichbare Lösungen anbieten, ist Softing aufgrund seiner Größe und soliden Finanzlage im Wettbewerb überlegen. Da die erbrachten Lösungen in Anlagen und Produkten mit typischerweise hoher Lebensdauer zum Einsatz kommen, bevorzugen Kunden solche Lieferanten, denen das Potenzial beigemessen wird, langfristig am Markt zu bestehen.

Mitarbeit in Standardisierungsgremien



Durch die aktive Mitwirkung in nationalen und internationalen Standardisierungsgremien wie z.B. Foundation Fieldbus, ASAM oder ISO gestaltet Softing die Entwicklung der Standards aktiv mit. Softing ist auch seit langer Zeit aktives Mitglied der OPC-Foundation und seit einer vertieften Kooperationsvereinbarung in 2014 für die Wartung und Pflege aller OPC-Kommunikationsprotokolle und Zertifizierungstests verantwortlich. All dies ermöglicht es Softing, bereits frühzeitig neue Entwicklungen und Trends zu erkennen und sich dafür rechtzeitig zu positionieren.



Wachstum / Financials

- Die Zahl vernetzter Geräte in industriellen Anlagen wächst strukturell getrieben von Themen wie **Industrie 4.0 und Internet der Dinge (IoT)**.
- Voranschreitende **Elektrifizierung und Vernetzung des Automobils** und das fahrerlose Auto legen die Grundlage für weiteres Wachstum.
- Die Zahl der Steuergeräte im Automobil wächst um ca. 7% p.a. und ist Ausdruck der zunehmenden Komplexität im Fahrzeug.
- Weiter steigende Modellvielfalt in der Automobilindustrie forciert den Absatz von Entwicklungswerkzeugen.
- Angestrebtes Wachstum der IT Networks um über 50% (+EUR 5 Mio.) in den nächsten drei Jahren trägt zu einer hohen Visibilität des Wachstums bei.

Umsatzwachstum

Produkt- und marktspezifische Umsatzrückgänge der vergangenen Jahre...

Zwar ist Softing gemessen an der Größe der adressierten Märkte klein, dennoch können Nachfrageschwankungen aber auch der Lebenszyklus einzelner Produkte Softings Umsatzentwicklung beeinflussen. In den vergangenen beiden Jahren war die organische Umsatzentwicklung durch mehrere Faktoren beeinträchtigt:

- **2015:** Geringere Investitionen der Öl- & Gasindustrie in der Softing mit Foundation Fieldbus-Produkten eine starke Wettbewerbsposition inne hat, haben sich belastend ausgewirkt. Zudem war die Umsatzentwicklung bei Geräten für CAT 8-Kabeltester nach der Akquisition 2014 zunächst hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Im Segment Automotive hatten einige Hardware-Produkte (VCIs) das Ende ihres Lebenszyklus erreicht.
- **2016** stagnierte die Produktion in der Elektroindustrie aufgrund des Bestellungenrückgangs in der Eurozone. Dieser Entwicklung konnte sich auch Softing in der Industrieautomation nicht entziehen. Zudem hat OLDI, die US-Tochtergesellschaft, aufgrund der schwierigen operativen Entwicklung der US-Fertigungsindustrie weniger Entwicklungsaufträge. Im **Automotive Electronics**-Segment hat die Fertigstellung umfangreicher Entwicklungsprojekte F&E Kapazitäten gebunden, sodass Entwickler und Automotive-Experten nicht umsatzgenerierend in Kundenprojekten eingesetzt werden konnten.

Segmentwachstum

in Mio. EUR	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Industrial							
Umsatz Industrial	26,5	46,9	58,7	57,6	67,0	70,4	73,9
yoy	0,7%	77,1%	25,1%	-1,8%	16,3%	5,0%	5,0%
EBIT Industrial	2,3	1,7	2,2	4,2	6,2	6,6	7,5
Marge	8,6%	3,6%	3,8%	7,2%	9,3%	9,4%	10,2%
Automotive							
Umsatz Automotive	26,1	27,6	23,6	22,8	17,0	18,7	20,0
yoy	12,9%	6,0%	-14,4%	-3,4%	-25,5%	9,7%	7,2%
EBIT Automotive	3,9	4,2	3,3	3,0	-0,2	1,2	1,3
Marge	15,1%	15,3%	13,8%	13,1%	-0,9%	6,4%	6,6%
Konzern							
Umsatz	52,6	74,5	82,3	80,4	84,0	89,0	95,0
yoy	6%	42%	10%	-2%	4%	6%	7%
EBIT	6,2	5,9	5,5	7,2	6,0	7,8	8,8
Marge	11,8%	7,9%	6,6%	8,9%	7,2%	8,8%	9,3%

Quellen: Softing (berichtete Daten); Warburg Research (Schätzungen)

...sind größtenteils überwunden

Softings Q1 reflektierte einen soliden Jahresauftakt. Treiber war das **Segment Industrial Automation**, das von einer starken Verbesserung des Geschäfts in der Fabrikautomation profitierte.

- Die Nachfrage war in allen Kundengruppen innerhalb des **Fabrikationsgeschäfts** und in den beiden Hauptregionen Europa und USA stark. Die starke Nachfrage aus den USA reflektiert ein besseres Sentiment, nachdem die Unsicherheiten in Verbindung mit der Präsidentschaftswahl ausgeräumt wurden.
- IT Networks**, das auch zu diesem Segment gehört, wuchs um über 20%, getrieben durch kabelbasierte Technik. Die Markteinführung von Produkten zur Auslegung und Fehlersuche bei WLAN-Netzwerken auf Basis des neuen Standards 802.11 ac dürfte zum zukünftigen Wachstum beitragen. IT Networks hat das Potenzial, in Zukunft ein separates Segment zu werden.

Jüngste Geschäftsentwicklung

in EUR m	Q1/17	Q1/17e	Δ WRe	Q1/16	yoy	2017e	2016	yoy
Sales	19.8	18.0	10.0%	17.9	10.6%	84.0	80.4	4.4%
EBITDA	15	17	-118%	19	-20.4%	112	12.3	-8.3%
<i>margin</i>	7.6%	9.4%		10.5%		13.4%	15.2%	
EBIT	0.5	0.6	-16.7%	0.7	-29.5%	6.0	7.2	-15.7%
<i>margin</i>	2.5%	3.3%		4.0%		7.2%	8.9%	
Industrial	16.0	13.0	23.1%	12.6	27.0%	67.0	57.6	16.3%
Automotive	3.8	5.0	-24.0%	5.3	-28.3%	17.0	22.8	-25.5%
Order entries	218			17.7	23.2%			
Book-to-bill	11			10	114%			

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

Das Segment **Automotive** reflektierte dieselbe Situation wie die Vorquartale: Die Fertigstellung von umfangreichen Entwicklungsprojekten hat F&E Kapazität gebunden, sodass Entwickler und Automotive-Experten nicht umsatzgenerierend in Kundenprojekten eingesetzt werden konnten. Die entsprechenden F&E-bezogenen Aufwendungen wirkten sich negativ auf das Ergebnis aus. Diese F&E-Entwicklungen dienen jedoch der Vorbereitung weiteren Wachstums und dürften in den kommenden Quartalen monetarisiert werden.

Aufgrund des starken Jahresauftakts hat das Management sein **Umsatzziel für das laufende Jahr auf rund EUR 85 Mio. (bisher >EUR 80 Mio.) angehoben**, was unsere unveränderte Schätzung von EUR 84 Mio. unterstreicht. Das EBIT-Ziel von bis zu EUR 6 Mio. wurde bestätigt.

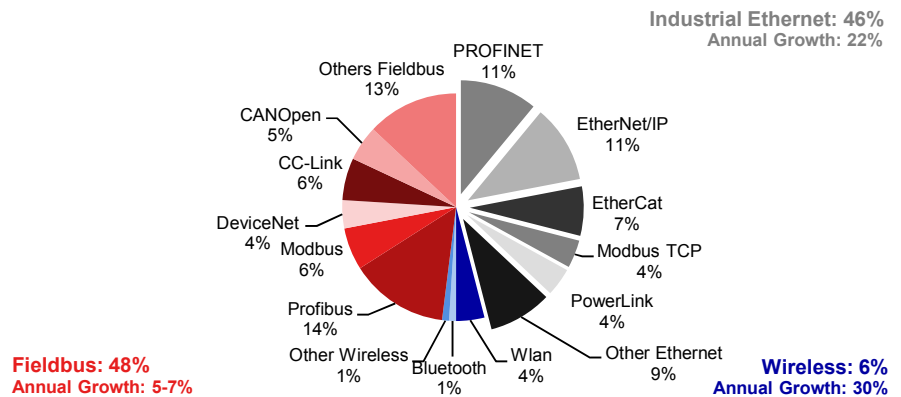
Der **Auftragsbestand** von EUR 14,6 Mio. (+50% gegenüber Vorjahr) erhöht die Visibilität für die nächsten Quartale.

Wachstum in der Prozessindustrie (diese Geschäftsaktivitäten sind Teil des Segments Industrial Automation) wird ab Q4 für weiteren Rückenwind sorgen. **Die Rückkehr zum (zweistelligen) organischen Wachstum stützt deutlich das Sentiment.**

Vielfalt der Standards schafft Komplexität, Zahl verbundener Knoten wächst

Automatisierungsunternehmen haben in der Vergangenheit proprietäre Standards entwickelt, um unterschiedliche Einsatzgebiete zu adressieren. Gleichzeitig sollten diese Standards einen „Lock In“-Effekt kreieren. Dies erklärt die heutige Vielfalt in der Industrieautomation existierender Kommunikationsstandards. Dies führen zugleich zu heterogenen Systemen und damit zunehmender Komplexität der Kommunikationssysteme.

Feldbus-Netzwerke sind noch dominierend und wachsen 5-7% p.a.



Quellen: Gefran, IMS Research, HMS Networks, Warburg Research

Betrachtet man die Zahl der installierten Knoten in Fabrikautomationen ist die Feldbustechnologie weltweit immer noch die meist verbreitete. 66% des Marktes entfallen auf die Feldbustechnologie. Die Zahl verbundener Geräte/Knoten wächst mit **ca. 5-7%** im Jahr. Die Hauptgründe für das jährliche Wachstum sind Einfachheit, die Tradition und die Zuverlässigkeit der Feldbustechnologie.

In neuen industriellen Anlagen kommen überwiegend Industrial Ethernet-Netzwerke zum Einsatz. Mit einem Wachstum von **über 20%** entwickelt sich der Markt zwar schneller als die Feldbustechnologie, wird diese aber aufgrund geringer Migrationsbereitschaft der Endkunden nicht ablösen. Hauptgründe für das starke Wachstum von Industrial Ethernet sind die bessere Performance und die Integration in das Büronetzwerk.

Die Wireless Technologien machen 4% vom gesamten industriellen Netzwerkmarkt aus. Haupttreiber für kabellose Technologien ist das Internet der Dinge, da es den Zugang zu neuen automatisierten Strukturen ermöglicht und immer mehr bei der Vernetzung und Kontrolle von Maschinen eingesetzt wird, vor allem aufgrund des leichten Datenzugangs über Smartphones und Tablets.

Insbesondere spezialisierte Anbieter wie Softing, die mit ihren Lösungen auch die Interoperabilität von Geräten verschiedener Hersteller ermöglichen, profitieren von dieser Situation und können am strukturellen Wachstum im Bereich der Vernetzung von Produktions- und Prozesssystemen in Form steigender Umsätze partizipieren. Da sich Softings Lösungen ausschließlich auf die Netzwerkinfrastruktur, d.h. die Vernetzung unterschiedlicher Geräte beziehen, profitiert das Unternehmen von einer steigenden Anzahl und Komplexität der zu verknüpfenden Geräte.

Fazit: Softings Umsatz im Bereich der Industrie-Automation sollte mit 7% etwa proportional mit der Anzahl der Knoten wachsen. Zudem bieten Softings Lösungen im Bereich der Kabeltester (CAT 8 und Expansion in Kabeltester niedrigerer Kategorien), Wachstumchancen.

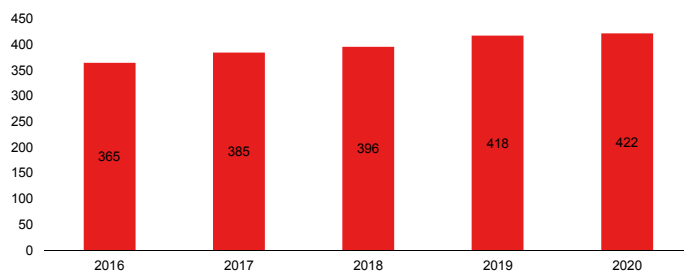
Steigende Komplexität der Elektronik und die Vernetzung des Automobils

Die von Softing angebotenen Produkte kommen nicht direkt im Fahrzeug selbst zum Einsatz, sondern werden beispielsweise in der Entwicklung von Steuergeräten, der Prototypentestung oder im Service genutzt. Aus diesem Grund hängt die Umsatzentwicklung auch nicht von der Anzahl abgesetzter Fahrzeuge ab, vielmehr wird das Wachstum getrieben von...

...der steigenden Anzahl der von Fahrzeugherstellern angebotenen Modelle

Für verschiedene Modelle werden häufig unterschiedliche Steuergeräte verwendet oder aber baugleiche Steuergeräte mit teilweise unterschiedlicher Codierung. Wie bereits in der Vergangenheit sollte die Modellvielfalt als Folge der zunehmenden Penetration unterschiedlicher Marktsegmente auch künftig steigen und damit positive Impulse für die Nachfrage nach Entwicklungswerkzeugen und damit Softings Wachstum liefern.

Steigende Modellzahl europäischer Automobilhersteller



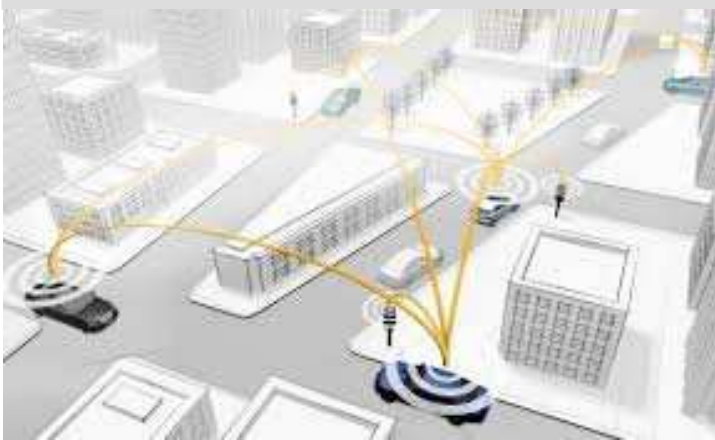
Quelle: Bertrand

...der steigenden Komplexität der Automobilelektronik

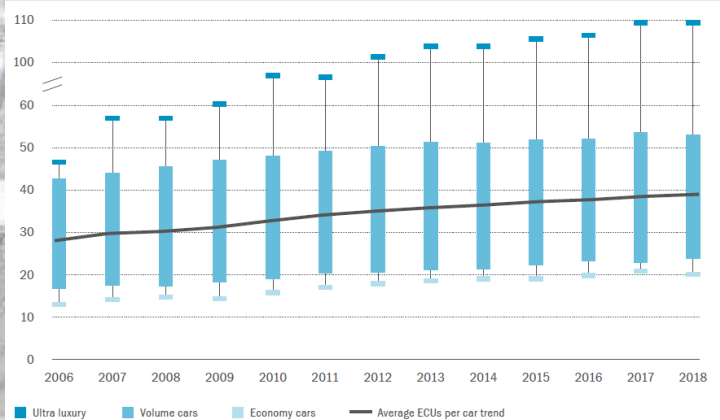
Durch eine zunehmende Verbreitung von Fahrerassistenzsystemen, die Entwicklung autonomer Fahrzeuge und auch die Entwicklung elektrischer Antriebe steigt der Elektrifizierungsgrad des Automobils. Die Zahl der Sensoren und Steuergeräte im Fahrzeug hat in der Vergangenheit bereits stark zugenommen. So hat sich die Anzahl der Steuergeräte in einem Premiumfahrzeug in den vergangenen zehn Jahren von etwa 50 auf etwa 100 verdoppelt und reflektiert somit ein **Wachstum von 7% p.a.**

Durch das autonome Fahrzeug aber auch in Folge der Verbesserung der Sicherheit durch Car2Car-Kommunikation und den Remote-Zugriff auf Fahrzeugdaten beispielsweise im Rahmen des Flottenmanagements wird die Vernetzung des Automobils mit der Umwelt (Car2X-Kommunikation) zunehmen. Dies ist nur durch den Zugriff auf Fahrzeugdaten möglich und gelingt mit Hilfe von Datenkommunikationsprotokollen.

Automobile werden zunehmend vernetzter



Steigende Steuergerätezahl reflektiert Elektrifizierung



Quellen: Mercedes Benz, Roland Berger

Zunehmende Verbreitung von Standards

Der Zugang zu den elektronischen Steuergeräten (Offboard-Kommunikation), Analysen des Datenverkehrs zwischen den Steuergeräten im Fahrzeug (Onboard-Kommunikation) sowie die Fahrzeugdiagnose sind technisch sehr komplex. Erschwerend hinzukommt, dass die Automobilhersteller in der Vergangenheit **proprietäre Systeme** für die Kommunikation der Steuergeräte entwickelt haben, die mit nicht kompatiblen Datenformaten arbeiten. Die Folge sind hohe Entwicklungsaufwendungen und Kosten.

Daher geht der Trend nun klar in Richtung einer Standardisierung und Öffnung von Kommunikationsstandards insbesondere in den Bereichen, die dem Automobilhersteller kein Differenzierungspotenzial bieten. **Durch diese Entwicklung eröffnen sich zunehmend Chancen für spezialisierte Unternehmen wie Softing**, die Lösungen rund um das Messen, Testen und die Diagnose basierend auf offenen Standards anbieten.

Das Unternehmen hat eine starke Stellung beim ODX-Datenaustausch in der Fahrzeugdiagnose und hat in den vergangenen zwei Jahren verstärkt Produkte im Bereich der Fahrzeugvernetzung entwickelt. Diese sollten am Ende des Q2 fertig gestellt werden und sollten anschließend sukzessive zum Umsatzwachstum beitragen.

Fazit: Wir gehen davon aus, dass der Bedarf an Diagnose-, Mess- und Testlösungen aufgrund der zunehmenden Komplexität im Fahrzeug ähnlich stark steigt. Dies sollte sich auch in Softings Wachstum in diesem Segment widerspiegeln.

Diagnose-App als potenzieller Treiber von Wachstum und Ertrag

Softing hat eine Automobil-Diagnose-App für After-Sales-Services eingeführt. Die App wird zu einem deutlichen niedrigeren Preis als die vorhandenen Lösungen angeboten (ca. EUR 120-300 für das Software-Produkt und ca. EUR 80 für die erforderliche Hardware-Komponente) und deckt einen Großteil der Anwendungsfälle in Werkstätten ab.

Derzeit ist die Lösung auf Audi-Modelle ausgerichtet. Die Ausdehnung auf andere Hersteller sollte deutliche Wachstumschancen bieten. Vor diesem Hintergrund erscheint das Potenzial enorm:

- Volkswagen besitzt z.B. allein in Deutschland ca. 1.100 Service-Partner und Daimler verfügt über eine ähnliche Anzahl.
- Wir gehen davon aus, dass Softing seine Produkte an weltweit ca. 50 Tsd. Service-Partner verkaufen könnte. Damit bieten allein die Vertragswerkstätten ein aufgrund jährlicher Updates wiederkehrendes Umsatzpotenzial von EUR 10 Mio.
- Angesichts der Margenstärke des Produkts bietet dies ein Potenzial von über 50% zu unseren EBITDA-Schätzungen.

Aus unserer Sicht bietet die Adressierung freier Werkstätten ein noch weitaus größeres Potenzial.

Diagnose-App



Quelle: Softing

Ertragswachstum

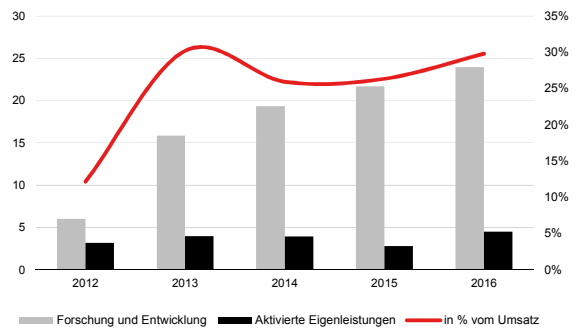
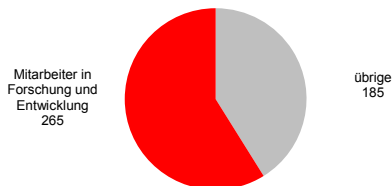
Softing hat in der Vergangenheit bereits attraktive zweistellige Margen erzielt. Aufgrund der oben erwähnten z.T. verhaltenen Umsatzentwicklung in der Industrieautomation in 2015 und 2016 sowie zuletzt im Segment Automotive Electronics, war das EBIT unter Druck. Vorwärtsblickend sollten insbesondere

- der Wegfall der Entwicklungsaufwendungen im Segment Automotive (EUR 3 Mio.) sowie
- Skalenerträge

zu einer positiven Margenentwicklung beitragen Skaleneffekte sollten insbesondere in der Entwicklung zum Tragen kommen. Auf die entfällt ein Großteil von Softings Aufwendungen.

Automobile werden zunehmend vernetzter

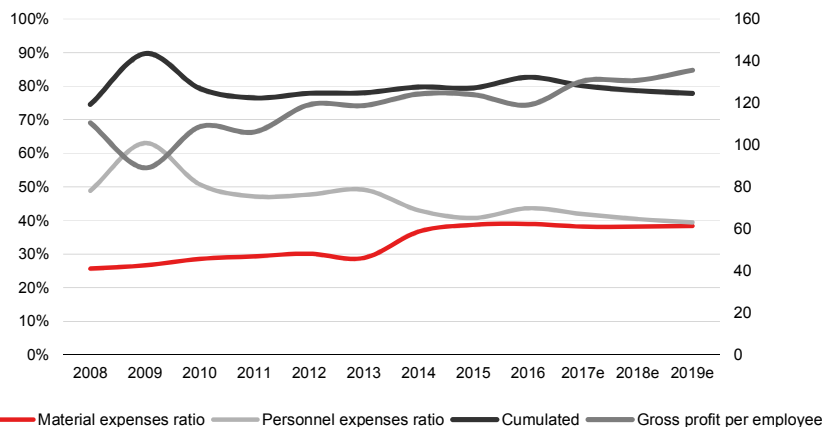
Umfangreiche Entwicklungstätigkeit



Quellen: Quellen: Softing, Warburg Research

Darüber hinaus ist Softings GuV der vergangenen Jahre durch einen zunehmenden Hardwareanteil geprägt. Historisch war Softing ein stark auf Services ausgerichtetes Unternehmen und hat sukzessive den Anteil eigener Produkte ausgebaut. Dies reflektiert auch die Entwicklung der Materialaufwandsquote.

GuV reflektiert Ausrichtung auf Produkte



Neben Skaleneffekten und dem Wegfall der Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen ist eine weitere Margenexpansion zudem möglich durch

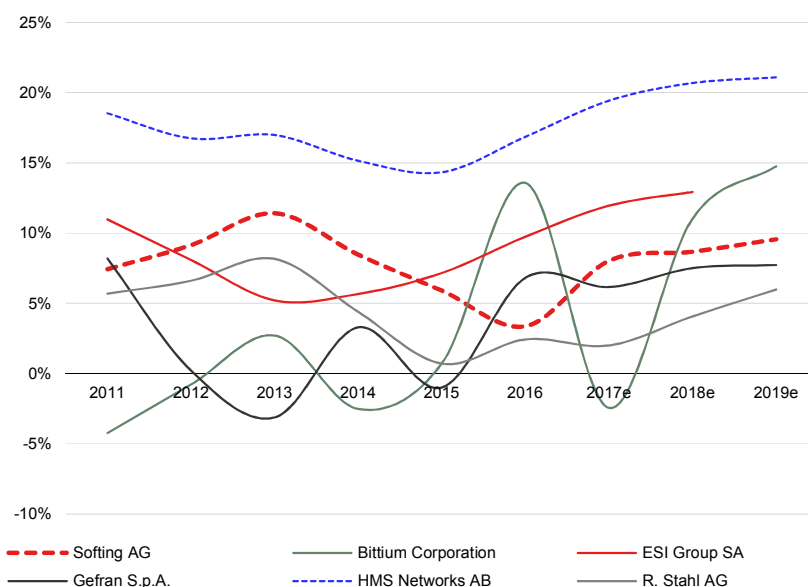
- **eine tiefere Wertschöpfung:** Softing wird bei einigen Produkten anstreben, nicht nur die Elektronik, sondern auch die entsprechenden Applikation anzubieten (z.B. VCIs)
- **eine Veränderung des Produktmixes:** Softing verfolgt eine Entwicklung weg von reinen Hardwareverkäufen und forciert die Herstellung margenstärkerer Software, deren Anteil am Gesamtumsatz steigen soll. Dies verdeutlicht beispielweise die Diagnose-App für Kunden im Automotive-Segment.

Beide Faktoren eröffnen mittelfristiges Potenzial für eine Margenexpansion.

Ein Peer-Group-Vergleich zeigt weiteres Margensteigerungspotenzial

Obwohl die Unternehmen aufgrund unterschiedlicher adressierter Märkte und angebotener Produkte nur eingeschränkt vergleichbar sind, zeigt eine Gegenüberstellung der EBIT-Margen, dass ausgehend von unseren Schätzungen weiteres Margensteigerungspotenzial gegenüber den Wettbewerbern, insbesondere gegenüber dem „closest comparable“ HMS Networks, gegeben ist.

EBIT-Margen im Vergleich



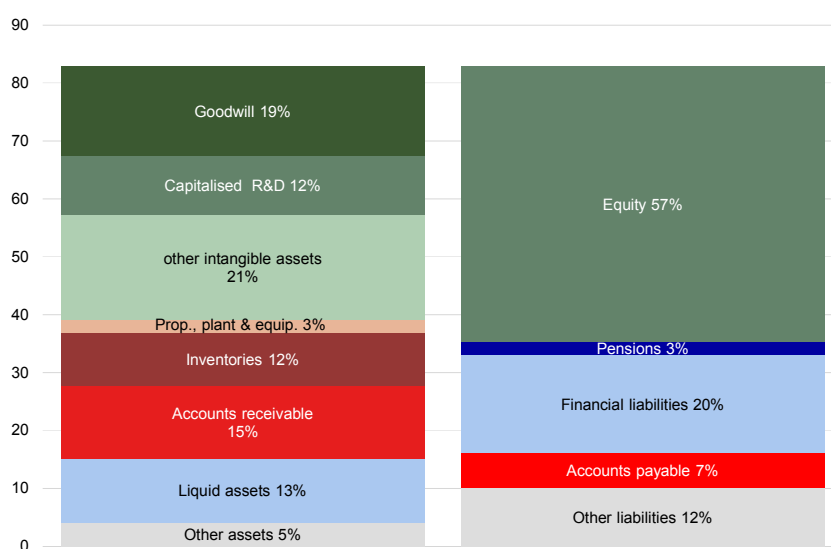
Quellen: FactSet, Warburg Research (Schätzungen)

Returns haben die Talsohle durchschritten

- Das **Kapital** ist vor allem in den immateriellen Vermögenswerten gebunden und reflektiert die Akquisitionshistorie und die hohe F&E-Tätigkeit Softings
- **Skaleneffekte** werden insbesondere durch ein steigendes Umsatzniveau erzeugt.
- Während historisch die Kapitalkosten nicht verdient wurden, führte das dynamische Umsatzwachstum in Kombination mit Skaleneffekten zu einer **Verbesserung der ROCE**, die weiter wachsen sollten.

Solide Bilanz

Bilanz 2016



Quellen: Warburg Research (Schätzungen)

Eine solide Bilanz ist eine wichtige Voraussetzung, um im Geschäftsverkehr mit Kunden als verlässlicher Partner wahrgenommen zu werden. Mit einem Wert von knapp 60% hat Softing eine komfortable **Eigenkapitalquote**.

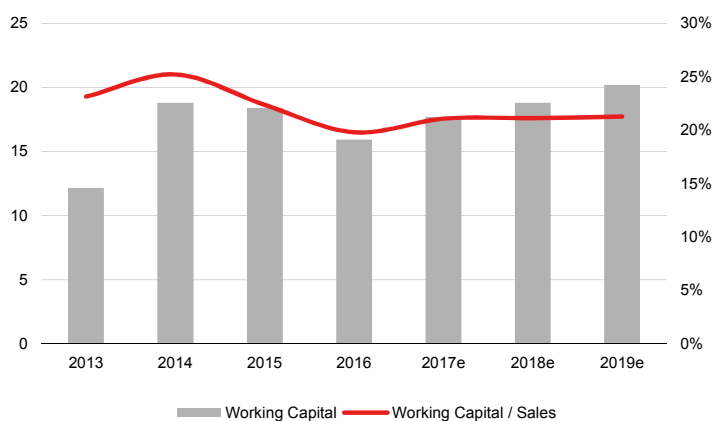
Goodwill und immaterielle Vermögenswerte: Die hohe Eigenkapitalquote wird durch die immateriellen Vermögenswerte jedoch teilweise geschmälert.

- Der **Goodwill** entfällt zu wesentlichen Teilen auf OLDI (EUR 7,6 Mio.) sowie Psiber (EUR 5,2 Mio.).
- Die **sonstigen immateriellen Vermögenswerte** belaufen sich per Ende 2016 auf EUR 18 Mio., wovon ein wesentlicher Anteil auf eine Kundenbeziehung der OLDI mit Rockwell Automation im Rahmen des Rockwell Automation Encompass Partner Program entfällt.
- **Aktivierete Eigenleistungen** in Höhe von EUR 10 Mio. reflektieren die hohe Entwicklungsintensität der Softing.

Geringe Anlageintensität: Der Anteil des Sachanlagevermögens von nur etwa 3% der Bilanzsumme verdeutlicht die geringe Anlageintensität der Geschäftstätigkeit. Zum einen ist dies darauf zurückzuführen, dass Softing die Fertigung eines Teils seiner Produkte ausgelagert hat, zum anderen aber auch auf die hohe Komplexität der Produkte, die eher intellektuelles Kapital erfordert.

Working Capital: Die Bindung finanzieller Ressourcen im **Working Capital** ist moderat. Dieses macht ca. 20% vom Umsatz aus und war im Zeitverlauf in etwa konstant.

Working Capital



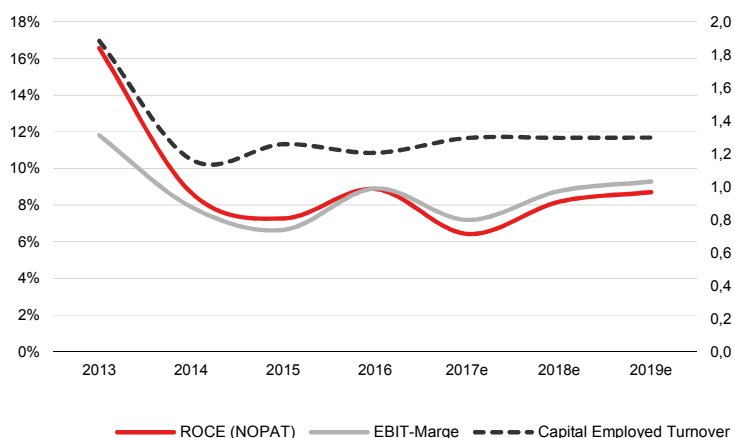
Quellen: Softing, Warburg Research

Solide finanzielle Situation: Ende 2016 lag die Nettoverschuldung der Softing bei EUR 6 Mio., was einem Net Gearing von etwa 12,7% entspricht. Außerbilanzielle Verpflichtungen und Pensionsverpflichtungen: Außerbilanzielle Verpflichtungen spielen keine signifikante Rolle. Ende 2016 betragen (die nicht diskontierten) Verpflichtungen aus Miet- und Leasingverträgen über die nächsten 5 Jahre ca. EUR 4 Mio.

Skaleneffekte sollten zu wieder steigenden Returns führen

Softing hat bereits in der Vergangenheit attraktive Returns auf das eingesetzte Kapital erzielt, die die Kapitalkosten deutlich überstiegen. Bedingt durch eine gesunkene operative Marge, einen gestiegenen Kapitaleinsatz in Folge der Übernahmen von Psiber und OLDI sowie der daraus resultierenden **Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen** sind diese jedoch in 2014 und 2015 gesunken. Im Jahr 2016 war der ROCE durch einen Sonderfaktor (Wegfall einer Kaufpreisverbindlichkeit für OLDI) positiv beeinflusst.

Returns sollten sukzessive steigen



Quellen: Softing, Warburg Research (Schätzungen)

Durch eine Verbesserung der operativen Marge, die in erster Linie Folge eines höheren Umsatzniveaus ist, verbunden mit einer Reduzierung der Abschreibungen aus Kaufpreisallokationen sollte der ROCE wieder auf ein attraktives Niveau zurückkehren.

Bewertung

- **Das Kursziel von EUR 14 basiert auf einem DCF-Modell.**
- Das **FCF Value Potential** signalisiert einen Wert von rund EUR 12, würdigt jedoch nicht hinreichend das künftige Wachstum.
- Der **Peer Group-Vergleich** signalisiert auf Basis von EV/EBIT-Multiplikatoren ein Kurspotenzial von 50-80%. Softings Rückkehr zum dynamischen Wachstum sollte das Kurspotenzial noch weiter ausbauen.

DCF-Modell

Das **Kursziel von EUR 14** basiert auf einem DCF-Modell. Diesem liegen folgende Annahmen zugrunde:

Ein Umsatzwachstum 2017-2019e mit einer CAGR von 6% ist das Resultat

- des strukturellen Wachstums im von Softing adressierten Markt für Kommunikationslösungen sowie der voranschreitenden Internationalisierung der Geschäftstätigkeit.
- eines weiterhin dynamischen Wachstums im Segment Industrial Automation.
- der Rückkehr zum Wachstum im Segment Automotive Electronics.

Ausgehend von diesen Wachstumsannahmen wird eine langfristige Wachstumsrate von 2% angenähert.

Überproportionales Ergebniswachstum:

- Für 2017 erwarten wir eine EBIT-Marge von 7,4%.
- In den darauf folgenden Jahren sollte sich die EBIT-Marge aufgrund von Skaleneffekten bei steigenden Umsätzen und einer Erholung der Umsatzbeiträge des Segments Automotive Electronics sukzessive auf etwa 9% in 2019 erhöhen.
- Ein Vergleich mit HMS Networks zeigt, dass auch ein wesentlich höheres Margenniveau möglich ist. Dies lässt Raum für weitere Schätzungsanhebungen.

Kapitalkosten:

Ein Beta von 1,25 führt in Verbindung mit der Annahme einer Ziel-Fremdkapitalquote von 16% und den niedrigen nachsteuerlichen Fremdkapitalkosten von aktuell unter 3% zu einem WACC von 7,4%.

Resultat: Unter Zugrundelegung oben genannter Annahmen führt das DCF-Modell zum Kursziel von EUR 14.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Umsatz	84,0	89,0	95,0	99,9	104,5	108,7	112,6	116,1	119,3	122,2	124,7	127,1	129,6	
Umsatzwachstum	4,4 %	6,0 %	6,7 %	5,2 %	4,6 %	4,0 %	3,5 %	3,1 %	2,7 %	2,4 %	2,1 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	6,0	7,8	8,8	9,0	9,4	9,8	10,1	10,4	10,7	11,0	11,2	11,4	11,7	
EBIT-Marge	7,2 %	8,8 %	9,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
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	4,2	5,5	6,2	6,3	6,6	6,8	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9	8,0	8,2	
Abschreibungen	5,2	4,9	4,9	6,5	6,8	7,1	7,3	7,5	7,8	7,9	8,1	8,3	8,4	
Abschreibungsquote	6,2 %	5,5 %	5,2 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,8	1,1	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	
- Investitionen	5,6	5,7	5,7	6,7	7,0	7,3	7,5	7,8	8,0	8,2	8,4	8,5	8,7	
Investitionsquote	6,7 %	6,4 %	6,0 %	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)	2,1	3,7	4,0	4,7	5,5	5,8	6,1	6,4	6,7	6,9	7,1	7,3	7,4	8
Barwert FCF	2,1	3,5	3,4	3,8	4,1	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,5	3,3	3,2	63
Anteil der Barwerte	8,24 %			34,08 %										57,68 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	16,00 %	Finanzielle Stabilität	1,25
FK-Zins (nach Steuern)	2,1 %	Liquidität (Akte)	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 2029e	46		
Terminal Value	63		
Zinstr. Verbindlichkeiten	17		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	7,0
Eigenkapitalwert	101	Wert je Aktie (EUR)	14,55

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-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 %	11,24	11,46	11,70	11,96	12,24	12,54	12,87	1,47	8,4 %	9,42	10,27	11,11	11,96	12,80	13,65	14,49
1,36	7,9 %	12,25	12,53	12,82	13,14	13,49	13,87	14,29	1,36	7,9 %	10,40	11,31	12,23	13,14	14,06	14,97	15,89
1,30	7,6 %	12,82	13,13	13,46	13,82	14,21	14,64	15,11	1,30	7,6 %	10,95	11,91	12,86	13,82	14,77	15,72	16,68
1,25	7,4 %	13,44	13,78	14,15	14,55	15,00	15,48	16,03	1,25	7,4 %	11,56	12,56	13,55	14,55	15,55	16,55	17,55
1,20	7,1 %	14,11	14,49	14,90	15,36	15,86	16,42	17,04	1,20	7,1 %	12,22	13,27	14,32	15,36	16,41	17,45	18,50
1,14	6,9 %	14,84	15,27	15,74	16,25	16,83	17,46	18,18	1,14	6,9 %	12,96	14,06	15,16	16,25	17,35	18,45	19,55
1,03	6,4 %	16,52	17,07	17,67	18,35	19,11	19,96	20,93	1,03	6,4 %	14,69	15,91	17,13	18,35	19,57	20,79	22,01

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

Free Cashflow Value

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 Diskontierung 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.

Ergebnis: Der FCF Value für das Jahr 2019 indiziert einen Wert von rund **EUR 12** und signalisiert damit, ohne die Berücksichtigung weiteren Wachstums, moderates Kurspotenzial.

Free Cash Flow Value Potential								
Angaben in EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,3	3,8	4,5	5,7	4,2	5,5	6,2	
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	4,2	5,3	5,1	5,2	4,9	4,9	
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	3,9	4,0	3,3	4,2	4,2	4,3	4,3	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	3,7	4,3	6,7	6,8	5,2	6,1	6,8	
Free Cash Flow Yield Potential	6,8 %	3,6 %	6,6 %	7,5 %	6,5 %	7,8 %	9,0 %	
WACC	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	
= Enterprise Value (EV)	53,7	119,1	101,6	90,0	79,9	77,8	75,6	
= Fair Enterprise Value	49,6	58,5	90,8	92,2	70,8	82,5	92,1	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	6,1	6,1	6,1	6,1	5,3	3,1	0,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,5	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	41,3	50,2	82,5	83,9	63,2	76,8	88,7	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	5,93	7,22	11,86	12,05	9,08	11,04	12,75	
Premium (-) / Discount (+) in %					-12,5 %	6,4 %	22,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,37 %	3,87	4,79	8,08	8,22	6,13	7,61	8,92
	9,37 %	4,41	5,42	9,07	9,23	6,90	8,51	9,92
	8,37 %	5,08	6,21	10,30	10,47	7,86	9,62	11,17
WACC	7,37 %	5,93	7,22	11,86	12,05	9,08	11,04	12,75
	6,37 %	7,05	8,54	13,91	14,13	10,67	12,90	14,82
	5,37 %	8,58	10,35	16,72	16,98	12,86	15,45	17,68
	4,37 %	10,82	12,99	20,82	21,14	16,06	19,17	21,83

▪ Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.

Peer Group-Vergleich

Für eine Peer-Group-Bewertung wurden Smallcaps aus dem Bereich der Automatisierungstechnik herangezogen.

Eine Gegenüberstellung der Bewertung von Softing mit Vergleichsunternehmen ist nur bedingt aussagekräftig. Ursächlich sind abweichende Zielmärkte, Kunden und Marktkapitalisierungen. Das Unternehmen, das die größte Vergleichbarkeit mit Softing aufweist, ist HMS Networks. Allerdings hat HMS Networks bei Automotive keinerlei Relevanz.

Bittium Oyj (FIN)

Mitarbeiter: ca. 620

Bittium ist spezialisiert auf Soft- und Hardwarelösungen für die Wireless-Industrie. Die Lösungen des Unternehmens kommen in der Industrie- und Gebäudeautomation oder der Radiotechnik zum Einsatz.

ESI Group (F)

Mitarbeiter: ca. 1.200

ESI Group ist Anbieter von Lösungen für das Virtual Prototyping von Produktentwicklungen. Dabei wird auf CAD- und CAE-Software- und Daten zurückgegriffen. Anwendungsgebiete finden sich im produzierenden Gewerbe in verschiedenen Bereichen der Produktentwicklung, vom Design bis zur Fertigung. Das Unternehmen ist ein Wettbewerber auf dem Gebiet der Fahrzeugdiagnose.

Gefran (I)

Mitarbeiter: ca. 900

Gefran bedient den Automatisierungsmarkt mit Produkten in den Bereichen der Sensorik, Antriebs- und der Steuerungstechnik. Das Leistungsspektrum umfasst sowohl Komponenten für die Automatisierung als auch ganze Automatisierungssysteme.

HMS Networks AB (S)

Mitarbeiter: ca. 470

HMS Networks ist ein Anbieter im Bereich der industriellen Kommunikation in der Automatisierungstechnik. Das Unternehmen entwickelt Lösungen für den Informationsaustausch zwischen verschiedenen Geräten und Komponenten. Die Produktpalette umfasst die wesentlichen industriellen Feldbus- und Industrial Ethernet Kommunikationsnetzwerke. Die Geschäftsaktivitäten umfassen die Bereiche Embedded Products, Gateways und Remote Device Management Solutions. Von den dargestellten gelisteten Unternehmen ist das Unternehmen der „Closest Comparable“.

R. Stahl (D)

Mitarbeiter: ca. 1.800

R. Stahl ist Anbieter von explosionsgeschützten Schaltgeräten, Tastern, Leuchten, Steuerungen und kompletten Systemen. Zu den hauptsächlich adressierten Märkten gehören insbesondere die Gas- und Ölindustrie sowie Chemie und Pharmazie. Mit diesem Fokus ist R. Stahl ein möglicher Kunde für Softing.

S&T (D)

Mitarbeiter: ca. 3.700

S&T bietet neben IT Lösungen wie Embedded bzw. Internet 4.0- und Internet of Things Technologien eine breite Produktpalette an. Diese erstreckt sich von Arbeitsplatz-Endgeräten, S&T Server bzw. Storage für Daten und Drucklösungen über Embedded & Industrie PC zu Netzwerk & Security Produkte. Die Embedded Systeme werden in den verschiedensten Industriebranchen, wie Automatisierung, Medizin, Railway, Energiemanagement, Security oder Multimedia eingesetzt.

Die folgende Übersicht zeigt die Konsensschätzungen der Peer Group, die als Basisdaten für den Bewertungs-Vergleich dienen.

Basisdaten der Peer Group-Bewertung

Company	LC	Price in LC	MC in LC m	EV in LC m	EPS			Sales			EBITDA			EBIT		
					17e	18e	19e	17e	18e	19e	17e	18e	19e	17e	18e	19e
Bittium Oyj	EUR	6.24	222.1	162.1	-0.03	0.24	0.36	63.2	78.2	88.1	7.1	18.1	20.0	-15	8.6	13.0
ESI Group	EUR	56.96	3416	380.0	147	188	2.25	143.0	156.0	169.3	18.0	211	24.9	15.6	19.3	22.0
Gefran SpA	EUR	8.95	128.9	1416	0.32	0.35	0.40	127.0	134.0	142.0	15.0	16.2	17.5	8.0	8.7	9.5
HMS Networks AB	SEK	404.00	4,728.7	5,149.4	13.72	16.47	18.75	1165.5	1310.0	1453.0	270.0	314.5	351.0	226.5	271.0	306.5
R Stahl AG	EUR	39.00	2512	2216	0.32	1.06	1.29	284.3	299.3	313.3	18.9	24.7	27.6	5.7	12.2	14.4
S&T AG	EUR	12.61	616.7	686.1	0.46	0.61	0.79	707.0	781.5	1,057.0	44.3	56.6	81.4	29.9	43.3	58.7
Softing	EUR	11.00	76.6	84.2	0.61	0.78	0.89	84.0	89.0	95.0	11.2	12.7	13.7	6.0	7.8	8.8

Quellen: Bloomberg, Warburg Research

Aufgrund der von Softing und Peer-Unternehmen vorgenommenen Aktivierungen von F&E-Aufwendungen und der damit einhergehenden Abschreibungen messen wir im Peergroup-Vergleich dem EV/EBIT-Multiplikator die größere Aussagekraft bei.

Dieser signalisiert auf Basis des prognostizierten EBITs für die Jahre 2018 und 2019 ein Potenzial von 50-70% und stützt damit das DCF-Modell.

Peer Group-Vergleich

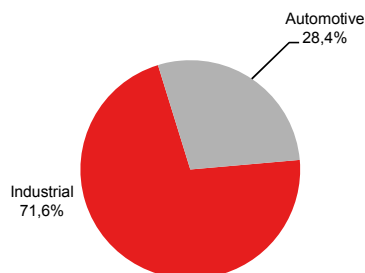
Company	LC	Price in LC	MC in LC m	EV in LC m	P / E			EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					17e	18e	19e	17e	18e	19e	17e	18e	19e	17e	18e	19e
Bittium Oyj	EUR	6.24	222.1	162.1	neg.	26.0 x	17.3 x	2.6 x	2.1 x	18 x	23.0 x	9.0 x	8.1 x	neg.	18.8 x	12.5 x
ESI Group	EUR	56.96	3416	380.0	38.7 x	30.4 x	25.4 x	2.7 x	2.4 x	2.2 x	211 x	18.0 x	15.3 x	24.4 x	19.7 x	17.3 x
Gefran SpA	EUR	8.95	128.9	1416	28.0 x	25.6 x	22.4 x	1.1 x	1.1 x	1.0 x	9.4 x	8.7 x	8.1 x	17.7 x	16.3 x	14.9 x
HMS Networks AB	SEK	404.00	4,728.7	5,149.4	29.4 x	24.5 x	21.5 x	4.4 x	3.9 x	3.5 x	19.1 x	16.4 x	14.7 x	22.7 x	19.0 x	16.8 x
R Stahl AG	EUR	39.00	2512	2216	120.7 x	36.7 x	30.2 x	0.8 x	0.7 x	0.7 x	117 x	9.0 x	8.0 x	38.9 x	18.2 x	15.4 x
S&T AG	EUR	12.61	616.7	686.1	27.2 x	20.7 x	16.0 x	10 x	0.9 x	0.6 x	15.5 x	12.1 x	8.4 x	23.0 x	15.8 x	11.7 x
Average					48.8 x	27.3 x	22.1 x	2.1 x	1.9 x	1.7 x	16.6 x	12.2 x	10.4 x	25.3 x	18.0 x	14.8 x
Median					29.4 x	25.8 x	22.0 x	18 x	16 x	14 x	17.3 x	10.6 x	8.3 x	23.0 x	18.5 x	15.2 x
Softing	EUR	11.00	76.6	84.2	18.0 x	14.1 x	12.4 x	1.0 x	0.9 x	0.9 x	7.5 x	6.6 x	6.1 x	13.9 x	10.8 x	9.5 x
Valuation difference to Median					63%	83%	78%	84%	65%	60%	131%	59%	35%	65%	71%	59%
Fair value per share based on Median					17.96	20.11	19.55	21.12	18.92	18.27	26.82	18.16	15.20	18.84	19.61	18.11

Quellen: Bloomberg, Warburg Research

Unternehmen & Produkte

Softing entwickelt und fertigt Hard- sowie Software für die industrielle Automatisierung und Fahrzeugelektronik. Das Unternehmen wurde 1979 gegründet und hat heute ca. 450 Mitarbeiter. Unternehmenssitz ist Haar bei München. Die Geschäftstätigkeit unterteilt sich in die beiden Segmente **Industrial Automation** und **Automotive Electronics**.

Segmentumsätze



Quelle: Softing

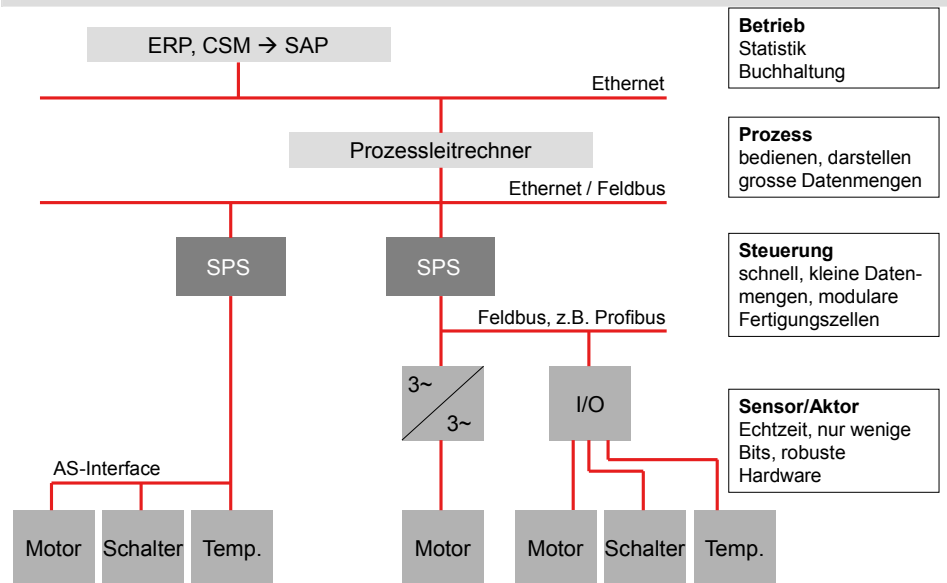
Industrial Automation

Im **Segment Industrial Automation** entwickelt Softing **Komponenten und Werkzeuge** rund um die Themen Fabrik- und Prozessautomatisierung, mit denen OEMs aus dem Maschinen- und Anlagenbau, der Prozessindustrie sowie Endkunden bedient werden. Softing bietet hierbei nicht die Automatisierungslösung selbst an, wie beispielsweise Rockwell Automation, Siemens, oder General Electric, sondern ist spezialisiert auf Produkte, die den Datenaustausch zwischen einzelnen elektronischen Komponenten ermöglichen, die zur Steuerung oder Überwachung von Industrieanlagen eingesetzt werden.

Datenaustausch in industriellen Netzwerken

Industrielle Netzwerke sind in verschiedene Hierarchiestufen unterteilt, um einen optimalen Datenfluss zu ermöglichen. Die niedrigste Stufe, die sogenannte Feldebene, umfasst Feldgeräte wie Sensoren, Stellglieder oder Aktoren. In einem hierarchischen Aufbau werden die Daten über Gateways bis zum ERP-System übermittelt.

Schematische Übersicht eines industriellen Netzwerks



Quelle: Warburg Research

Softing's Produkte adressieren unterschiedliche Anwendungsfelder innerhalb dieser Netzwerke:

- **dataFLOW**-Lösungen ermöglichen den digitalen Datenfluss im Feld und zur SPS (Steuerung). Gateways, Software und mobile Werkzeuge für die Konfiguration von Netzwerken und Geräten schaffen die Voraussetzungen für eine vernetzte Kommunikation. Embedded-Lösungen für Feldgeräte liefern Feldbus- und Industrial Ethernet-Konnektivität.
- **dataCHECK**-Lösungen beobachten und diagnostizieren die Leistungsfähigkeit industrieller Kommunikationsnetze. Damit sichern sie den zuverlässigen Datenaustausch und eine störungsfreie Produktion.
- **dataFEED**-Lösungen verbinden die Automatisierungstechnik (AT) mit Systemen der Informationstechnologie (IT) durch die einfache Integration von Produktionsdaten in Manufacturing Execution Systems (MES) und Enterprise-Business-Anwendungen - lokal oder in der Cloud.
- **dataTHINK**-Lösungen basieren auf der Analyse kontextrelevanter Daten und sind maßgeschneidert für die Optimierung von Produktionsprozessen und Maschinen.

Softings Produkte finden beispielsweise Anwendung in der Steuerung von Gasturbinen, im Rahmen der Datenübertragung im Pfändertunnel in Österreich oder auch bei Kunden aus der Prozessindustrie wie Wacker Chemie oder der Öl- und Gasindustrie wie Baker Hughes.

Produktbeispiele

	Produkt/Lösung	Beschreibung / Anwendung
	Software	dataFeed OPC Suite (Server + Middleware) bietet ein vollständiges Paket von Komponenten für OPC-Kommunikation. Dies ermöglicht den zuverlässigen Informationsaustausch zwischen Geräten unterschiedlicher Hersteller in der Automatisierung.
	Gateways	Anbindung von Feldbussen an Ethernet-basierte Kommunikationssysteme sowie an unternehmensweite Planungs- und Verwaltungssysteme (ERP-Systeme) zum (vertikalen) Datenaustausch. Links dargestellt das OPC UA Gateway für die Anbindung von Siemens-Steuerungen an IT Systeme.
	Interface-Karten	Integrationsmodule, Chip-Lösungen und Kommunikationssoftware (Stacks). Eine Interface-Karte ermöglicht den Datenaustausch zwischen PC-Anwendungen und Feldgeräten.
	Kabeltester	Umfassende Prüfung von Netzwerk-Segmenten im laufenden Betrieb durch die Durchführung von Kabeltests.

Quellen: Softing, Warburg Research

Automotive Electronics

Im Segment **Automotive Electronics** bietet Softing sowohl Hard- als auch Software rund um die Kernthemen **Diagnose, Messen und Testen** an, die im Automobil über die gesamte Wertschöpfungskette von der Entwicklung über die Produktion bis zum Kundenservice eingesetzt werden.

Mit der steigenden Anzahl an Sensoren und Steuergeräten in Fahrzeugen wird die **Diagnose** und Überwachung der korrekten Funktion zunehmend wichtiger. Für diesen Zweck entwickelt das Unternehmen Geräte und Softwarelösungen. Diese werden verwendet z.B. bei der Simulation von Steuergeräteumgebungen bei Tests in der Steuergeräteentwicklung und Fahrzeugintegration, in der Produktion zur Qualitätssicherung und später im Kundenservice, um den Fehlerspeicher im Fahrzeug auszulesen.

Im Geschäftsfeld **Messen** unterstützt Softing Prüfstandsbetreiber und Messtechniker mit Software und Messgeräten, die unter anderem beim Prototypentest zur Anwendung kommen. Aber auch besonders gesicherte HV- und Messadapter, die im Bereich des **Testens und Prüfens** bei Elektro- oder Hybridfahrzeugen mit Hochvoltssystemen erforderlich sind, gehören zum Produktangebot. Softing bietet hierbei auch Lösungen an, die in enger Zusammenarbeit mit dem Kunden entwickelt werden.

Produktbeispiele

	Produkt/Lösung	Beschreibung / Anwendung
	Software	dataFeed OPC Suite (Server + Middleware) bietet ein vollständiges Paket von Komponenten für OPC-Kommunikation. Dies ermöglicht den zuverlässigen Informationsaustausch zwischen Geräten unterschiedlicher Hersteller in der Automatisierung.
	Gateways	Anbindung von Feldbussen an Ethernet-basierte Kommunikationssysteme sowie an unternehmensweite Planungs- und Verwaltungssysteme (ERP-Systeme) zum (vertikalen) Datenaustausch. Links dargestellt das OPC UA Gateway für die Anbindung von Siemens-Steuerungen an IT Systeme.
	Interface-Karten	Integrationsmodule, Chip-Lösungen und Kommunikationssoftware (Stacks). Eine Interface-Karte ermöglicht den Datenaustausch zwischen PC-Anwendungen und Feldgeräten.
	Kabeltester	Umfassende Prüfung von Netzwerk-Segmenten im laufenden Betrieb durch die Durchführung von Kabeltests.

Quellen: Softing, Warburg Research

Kunden und Vertrieb

Mit seinen Produkten adressiert Softing OEM-Kunden. Da die Segmente unterschiedliche Märkte adressieren, zählen auch in beiden Segmenten andere Kunden zu den wichtigsten Abnehmern.

Zu den Kunden im **Segment Automotive Electronics** zählen große Fahrzeughersteller wie z.B. Daimler, Volkswagen oder Porsche, Zulieferer, Servicepartner, Werkstätten, oder Prüfstellenbetreiber. Softing ist in allen wesentlichen Automobilmärkten der Welt durch eigene Niederlassungen oder Distributoren vertreten.

Wichtige Kunden im Segment **Industrial Automation** umfassen Rockwell Automation, einen global agierenden Anbieter von Lösungen für die industrielle Automatisierung, mit dem Softing über seine US-amerikanische Tochter OLDI eine enge Kooperation im Rahmen des Rockwell Global Encompass Program unterhält. Weitere Kunden sind Audi, Salzgitter Stahl oder Rhein Chemie.

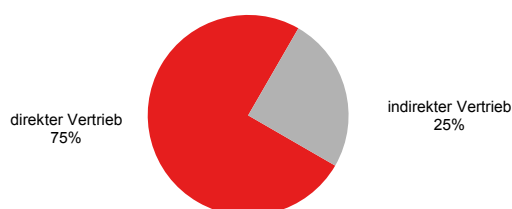
Vertriebsstandorte – Softing Automotive



Quelle: Softing

Der Vertrieb der Produkte erfolgt direkt. Zudem greift Softing auf Vertriebspartner in weltweit mehr als 40 Ländern zurück.

Überwiegend direkter Vertrieb

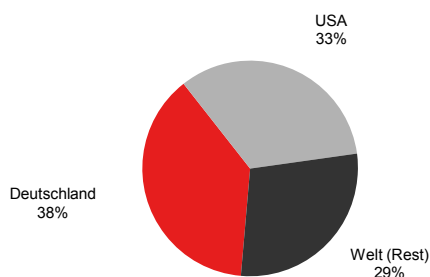


Quelle: Softing

Regionen

Den Großteil seiner Umsätze generiert Softing in **Deutschland** und dem europäischen Ausland sowie in Nordamerika, wobei Vertriebsniederlassungen in Österreich, Italien und den USA eine Betreuung der Kunden direkt vor Ort ermöglichen. Als **strategisches Ziel** hat Softing den Ausbau des Umsatzes in Nordamerika von derzeit etwa 30% des Konzernumsatzes auf über 50% in den kommenden Jahren formuliert. Dabei sollte insbesondere die erforderliche Modernisierung bestehender Fertigungsanlagen Wachstumsmöglichkeiten in diesem Markt bieten. Darüber hinaus gewinnen auch die asiatischen Märkte wie China, Japan und Korea an Bedeutung.

Regionaler Umsatzsplit



Quellen: Softing, Warburg Research

Fertigung

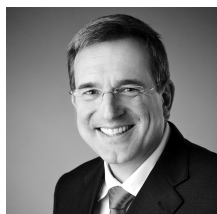
Bei der Herstellung von Hardwareprodukten bedient sich Softing in erheblichem Umfang der Zulieferung durch Drittfirmen bzw. lagert die Herstellung aus. Dies trägt zu einer geringen Kapitalintensität des Geschäftsmodells bei. Durch langfristige Lieferverträge und eine Begrenzung des Anteils einzelner Lieferanten werden mögliche Risiken begrenzt.

Management

Vorstand



Dr.-Ing. Dr. rer. oec. Wolfgang Trier (CEO) ist seit April 2002 Vorsitzender des Vorstands der Softing AG. Er ist verantwortlich für die Bereiche Industrial Automation, Automotive Electronics sowie Public und Investor Relations. Zum Zeitpunkt seines Eintritts in das Unternehmen war Softing ein Sanierungsfall. Durch die Neuausrichtung der Geschäftstätigkeit ist dem Unternehmen die Rückkehr zu profitabilem Wachstum gelungen.



Ernst Homolka

Seit Mai 2015 ist Herr Ernst Homolka verantwortlich für die Bereiche Finanzen und Personal. Herr Homolka bekleidete in seiner bisherigen Karriere neben kaufmännischen und administrativen Leitungsfunktionen von 2007-2011 die Position als CFO/CEO des Nemetschek Konzerns.

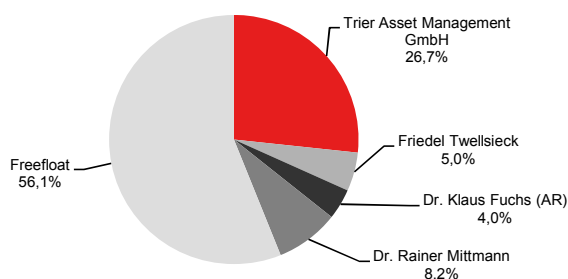
Aufsichtsrat

Dr. Horst Schiessl (Vorsitzender) studierte Betriebswirtschaft und Rechtswissenschaft an der Universität München und ist als Rechtsanwalt tätig. Er ist zudem Vorsitzender des Aufsichtsrates der Baaderbank und Mitglied des Aufsichtsrates der Dussmann AG & Co KGaA. Weitere Aufsichtsratsmitglieder sind **Dr. Klaus Fuchs** und **Andreas Kratzer**.

Aktionäre

Mit rund 27% der Anteile ist die Trier Vermögensverwaltung GmbH & Co. KG größte Einzelaktionärin der Softing AG. Aufsichtsratsmitglied Dr. Klaus Fuchs hält ca. 4% der Anteile. Herr und Frau Mittmann halten ca. 8% der Aktien. Dr. Mittmann war nach der Promotion 1979 Mitgründer der Softing GmbH und von Beginn an Geschäftsführer bzw. später Vorstandsmitglied.

Aktionärsstruktur

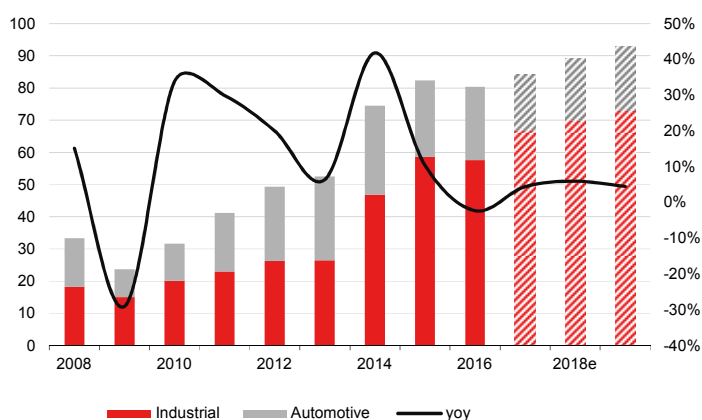


Quellen: Bloomberg, Warburg Research

Unternehmenshistorie

- **1979** wurde die heutige Softing AG als Ingenieurbüro gegründet. Im Mai **2000** erfolgte der Börsengang.
- Seit dem Jahr **2000** ist Softing in Italien präsent. Ein Jahr später wurde die Präsenz in den USA geschaffen.
- **2002** wurde Dr. Wolfgang Trier in den Vorstand berufen. Zu diesem Zeitpunkt war das Unternehmen ein Restrukturierungsfall und generierte bei einem Umsatz von EUR 18,9 Mio. ein EBIT von EUR -6,9 Mio. In den Folgejahren hat Dr. Trier eine Neuausrichtung des Unternehmens vorgenommen und den Produktanteil des Umsatzes gegenüber dem Consulting weiter ausgebaut. Damit wurde die Grundlage für eine nachhaltig höhere Profitabilität gelegt.
- Durch die Übernahme der INAT im April **2008** nimmt Softing eine in Europa führende Position bei OPC-Produkten ein. Diese dienen der Vernetzung von Produktionsanlagen und der Anbindung von Produktionsanlagen an betriebswirtschaftliche Software.
- **2011** wurden 100% der Anteile an der samtec automotive software & electronics GmbH (samtec) in Filderstadt übernommen.
- Im März **2012** hat Softing eine Kapitalerhöhung durchgeführt. 805.341 neue Aktien wurden gegen Bareinlage zu einem Preis von EUR 4,40 je Aktie platziert. Diese Kapitalerhöhung diente einer erwarteten Akquisition, die aufgrund zu hoher Preisvorstellungen nicht zustande kam.
- Anfang **2014** wurde Psiber übernommen. Psiber ist Anbieter von Geräten für die Diagnose von Ethernet-Verkabelungen (Kupfer und Glasfaser). Diese kommen in der Industrieautomation, in Büronetzwerken und Kommunikations-Backbones in Rechenzentren zum Einsatz. Damit wird auch dem Zusammenwachsen von Büro- und Industrienetzwerken Rechnung getragen.
- Im **Mai 2014** erfolgte die Akquisition von OLDI. 2014 generierte das Unternehmen einen Umsatz von ca. USD 20 Mio. Der endgültige Kaufpreis beträgt in Abhängigkeit von der weiteren operativen Entwicklung des Unternehmens USD 20-30 Mio. Im Juli 2014 erfolgte eine Kapitalerhöhung im Rahmen derer 451.000 Aktien zu einem Preis von EUR 16,80 ausgegeben wurden. Diese diente in erster Linie der Stärkung der Finanzkraft der Softing AG.

Dynamisches Umsatzwachstum wurde von Akquisitionen flankiert



Quelle: Softing (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Glossar

CAT 8. Netzwerkkabel, als unerlässliches Zubehör moderner Kommunikationstechnik, werden heute in unterschiedlichen Kategorien angeboten. Es existieren heute Netzwerkkabel in den Kategorien von 1 bis 8. CAT 8 Kabel bilden die höchste Kategorie und sind für 40-Gigabit-Ethernet geeignet.

ECU. Electronic Control Unit oder auch Steuergerät ist ein elektronisches Modul, das z.B. im KfZ-Bereich eingebaut wird, wo etwas gesteuert oder geregelt werden muss.

Ethernet. Ist eine Technologie für Local Area Networks (LAN). Sie ermöglicht den Datenaustausch in Form von Protokollen zwischen den in einem lokalen Netz (LAN) angeschlossenen Geräten (Computer, Drucker).

Feldbus. Ein Bussystem, das in einer Anlage Feldgeräte wie Sensoren und Stellglieder zwecks Kommunikation mit einem Automatisierungsgerät verbindet. Es definiert u.a. in welcher Reihenfolge Daten verarbeitet werden. Ein Feldbus dient hierbei der Festlegung, welche Information zu welchem Zeitpunkt von welchem und an welches Feldgerät übertragen wird.

Foundation Fieldbus ist eine der führenden Feldbustechnologien in der Prozessautomatisierung. Durch die Digitalisierung werden die Inbetriebnahme und der Betrieb der Anlage vereinfacht.

IoT (Internet of Things). Das Internet der Dinge beschreibt die zunehmenden Vernetzung zwischen „intelligenten“ Gegenständen sowohl untereinander als auch nach außen hin mit dem Internet. Das ermöglicht die Kommunikation zwischen verschiedenen Objekten, wie Alltagsgegenständen oder Maschinen.

ODX. Open Diagnostic Data Exchange wurde für die Steuergerätediagnose entwickelt, um einen standardisierten Datenaustausch zwischen Automobil-, Steuergeräte- und Toolhersteller zu ermöglichen.

OPC. Open Platform Communications dienen dazu, sowohl Produktionsanlagen untereinander zu vernetzen als auch den Datenaustausch mit betriebswirtschaftlicher Software (ERP-Software) zu ermöglichen.

SPS. Eine speicherprogrammierbare Steuerung (engl. PLC) ist ein Gerät, was zur Steuerung oder Regelung einer Maschine oder Anlage eingesetzt und auf digitaler Basis programmiert wird.

Stacks. Der Stapelspeicher ist eine häufig eingesetzte Datenstruktur und stellt ein Objekt zur Speicherung und Organisation von Daten dar.

VCI. Vehicle Communication Interfaces sind das Bindeglied für die Datenkommunikation zwischen einem Diagnostester und der Elektronik in einem Fahrzeug.

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	
Umsatz	84,0	89,0	95,0	99,9	104,5	108,7	112,6	116,1	119,3	122,2	124,7	127,1	129,6	
Umsatzwachstum	4,4 %	6,0 %	6,7 %	5,2 %	4,6 %	4,0 %	3,5 %	3,1 %	2,7 %	2,4 %	2,1 %	1,9 %	2,0 %	2,0 %
EBIT	6,0	7,8	8,8	9,0	9,4	9,8	10,1	10,4	10,7	11,0	11,2	11,4	11,7	
EBIT-Marge	7,2 %	8,8 %	9,3 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	
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	4,2	5,5	6,2	6,3	6,6	6,8	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9	8,0	8,2	
Abschreibungen	5,2	4,9	4,9	6,5	6,8	7,1	7,3	7,5	7,8	7,9	8,1	8,3	8,4	
Abschreibungsquote	6,2 %	5,5 %	5,2 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	6,5 %	
Veränd. Rückstellungen	0,1	0,2	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,8	1,1	1,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	
- Investitionen	5,6	5,7	5,7	6,7	7,0	7,3	7,5	7,8	8,0	8,2	8,4	8,5	8,7	
Investitionsquote	6,7 %	6,4 %	6,0 %	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)	2,1	3,7	4,0	4,7	5,5	5,8	6,1	6,4	6,7	6,9	7,1	7,3	7,4	8
Barwert FCF	2,1	3,5	3,4	3,8	4,1	4,1	4,0	3,9	3,8	3,6	3,5	3,3	3,2	63
Anteil der Barwerte	8,24 %			34,08 %										57,68 %

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 2029e	46		
Terminal Value	63		
Zinstr. Verbindlichkeiten	17		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	11	Aktienzahl (Mio.)	7,0
Eigenkapitalwert	101	Wert je Aktie (EUR)	14,55

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,25 %	1,50 %	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %			-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 %	11,24	11,46	11,70	11,96	12,24	12,54	12,87	1,47	8,4 %	9,42	10,27	11,11	11,96	12,80	13,65	14,49
1,36	7,9 %	12,25	12,53	12,82	13,14	13,49	13,87	14,29	1,36	7,9 %	10,40	11,31	12,23	13,14	14,06	14,97	15,89
1,30	7,6 %	12,82	13,13	13,46	13,82	14,21	14,64	15,11	1,30	7,6 %	10,95	11,91	12,86	13,82	14,77	15,72	16,68
1,25	7,4 %	13,44	13,78	14,15	14,55	15,00	15,48	16,03	1,25	7,4 %	11,56	12,56	13,55	14,55	15,55	16,55	17,55
1,20	7,1 %	14,11	14,49	14,90	15,36	15,86	16,42	17,04	1,20	7,1 %	12,22	13,27	14,32	15,36	16,41	17,45	18,50
1,14	6,9 %	14,84	15,27	15,74	16,25	16,83	17,46	18,18	1,14	6,9 %	12,96	14,06	15,16	16,25	17,35	18,45	19,55
1,03	6,4 %	16,52	17,07	17,67	18,35	19,11	19,96	20,93	1,03	6,4 %	14,69	15,91	17,13	18,35	19,57	20,79	22,01

- 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.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,3	3,8	4,5	5,7	4,2	5,5	6,2	
+ Abschreibung + Amortisation	3,2	4,2	5,3	5,1	5,2	4,9	4,9	
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	3,9	4,0	3,3	4,2	4,2	4,3	4,3	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Free Cash Flow Potential	3,7	4,3	6,7	6,8	5,2	6,1	6,8	
Free Cash Flow Yield Potential	6,8 %	3,6 %	6,6 %	7,5 %	6,5 %	7,8 %	9,0 %	
WACC	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	7,37 %	
= Enterprise Value (EV)	53,7	119,1	101,6	90,0	79,9	77,8	75,6	
= Fair Enterprise Value	49,6	58,5	90,8	92,2	70,8	82,5	92,1	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	6,1	6,1	6,1	6,1	5,3	3,1	0,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,5	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	41,3	50,2	82,5	83,9	63,2	76,8	88,7	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	
= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)	5,93	7,22	11,86	12,05	9,08	11,04	12,75	
Premium (-) / Discount (+) in %					-12,5 %	6,4 %	22,9 %	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	10,37 %	3,87	4,79	8,08	8,22	6,13	7,61	8,92
	9,37 %	4,41	5,42	9,07	9,23	6,90	8,51	9,92
	8,37 %	5,08	6,21	10,30	10,47	7,86	9,62	11,17
WACC	7,37 %	5,93	7,22	11,86	12,05	9,08	11,04	12,75
	6,37 %	7,05	8,54	13,91	14,13	10,67	12,90	14,82
	5,37 %	8,58	10,35	16,72	16,98	12,86	15,45	17,68
	4,37 %	10,82	12,99	20,82	21,14	16,06	19,17	21,83

▪ Aktivierte Eigenleistungen sind ein wesentlicher Bestandteil der CAPEX.

Wertermittlung

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
KBV	2,5 x	2,7 x	2,1 x	1,7 x	1,4 x	1,3 x	1,2 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,55	-0,57	0,00	0,55	0,93	1,45	2,10
EV / Umsatz	1,0 x	1,6 x	1,2 x	1,1 x	1,0 x	0,9 x	0,8 x
EV / EBITDA	5,7 x	11,8 x	9,4 x	7,3 x	7,1 x	6,1 x	5,5 x
EV / EBIT	8,7 x	20,2 x	18,6 x	12,6 x	13,2 x	10,0 x	8,6 x
EV / EBIT adj.*	11,7 x	19,2 x	15,1 x	13,7 x	13,7 x	9,0 x	7,9 x
Kurs / FCF	72,4 x	99,3 x	20,8 x	20,9 x	34,4 x	19,3 x	18,2 x
KGV	15,0 x	26,3 x	19,4 x	14,3 x	17,0 x	13,3 x	11,7 x
KGV ber.*	15,0 x	26,3 x	19,4 x	14,3 x	17,0 x	13,3 x	11,7 x
Dividendenrendite	3,4 %	1,6 %	1,2 %	1,7 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %
Free Cash Flow Yield Potential	6,8 %	3,6 %	6,6 %	7,5 %	6,5 %	7,8 %	9,0 %

*Adjustiert um: -

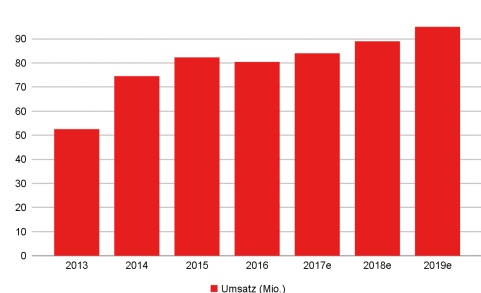
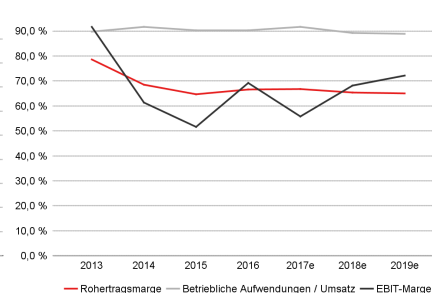
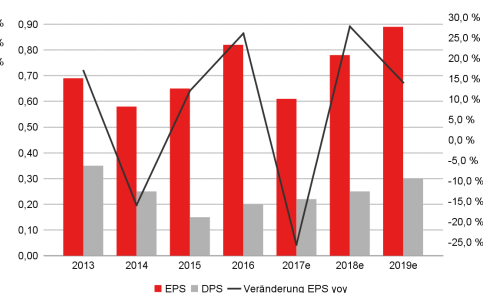
GuV

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz	52,6	74,5	82,3	80,4	84,0	89,0	95,0
Veränd. Umsatz yoy	6,4 %	41,8 %	10,4 %	-2,3 %	4,4 %	6,0 %	6,7 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	4,0	3,9	2,8	4,5	4,2	3,2	3,2
Gesamterlöse	56,5	78,5	85,1	84,9	88,2	92,2	98,2
Materialaufwand	15,2	27,4	31,9	31,4	32,1	34,0	36,5
Rohrertrag	41,3	51,1	53,2	53,6	56,1	58,2	61,7
<i>Rohrertragsmarge</i>	<i>78,7 %</i>	<i>68,5 %</i>	<i>64,7 %</i>	<i>66,6 %</i>	<i>66,8 %</i>	<i>65,4 %</i>	<i>65,0 %</i>
Personalaufwendungen	25,8	32,1	33,6	35,1	35,2	36,0	37,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	0,8	2,8	5,3	1,5	1,5	1,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,8	9,7	11,7	11,5	11,2	11,0	12,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	9,4	10,1	10,8	12,3	11,2	12,7	13,7
<i>Marge</i>	<i>17,8 %</i>	<i>13,5 %</i>	<i>13,1 %</i>	<i>15,2 %</i>	<i>13,4 %</i>	<i>14,3 %</i>	<i>14,4 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,5	0,6	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4
EBITA	8,9	9,5	10,0	11,4	10,5	12,3	13,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,7	3,7	4,5	4,3	4,5	4,5	4,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,2	5,9	5,5	7,2	6,0	7,8	8,8
<i>Marge</i>	<i>11,8 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>8,9 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,3 %</i>
EBIT adj.	4,6	6,2	6,7	6,6	5,8	8,6	9,6
Zinserträge	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Zinsaufwendungen	0,2	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	6,2	5,6	5,2	7,0	6,0	7,8	8,8
<i>Marge</i>	<i>11,7 %</i>	<i>7,5 %</i>	<i>6,3 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,3 %</i>
Steuern gesamt	1,9	1,8	0,7	1,3	1,8	2,3	2,6
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,3	3,8	4,5	5,7	4,2	5,5	6,2
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,3	3,8	4,5	5,7	4,2	5,5	6,2
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	4,3	3,8	4,5	5,7	4,2	5,5	6,2
<i>Marge</i>	<i>8,2 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>7,1 %</i>	<i>5,0 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>6,5 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	6,3	6,6	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0
EPS	0,69	0,58	0,65	0,82	0,61	0,78	0,89
EPS adj.	0,69	0,58	0,65	0,82	0,61	0,78	0,89

*Adjustiert um:

Guidance: 2017: Umsatz ca. EUR 85 Mio.; EBIT ca. EUR 6 Mio.**Kennzahlen**

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	89,7 %	91,7 %	90,3 %	90,4 %	91,6 %	89,3 %	88,9 %
Operating Leverage	4,1 x	-0,1 x	-0,7 x	-13,5 x	-3,5 x	4,9 x	1,9 x
EBITDA / Interest expenses	45,7 x	23,3 x	33,3 x	49,4 x	112,4 x	127,0 x	137,2 x
Steuerquote (EBT)	30,2 %	32,3 %	14,0 %	18,1 %	30,0 %	30,0 %	30,0 %
Ausschüttungsquote	51,1 %	43,4 %	23,2 %	24,4 %	36,2 %	31,9 %	33,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	155.936	181.345	191.744	178.720	195.349	200.000	208.791

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

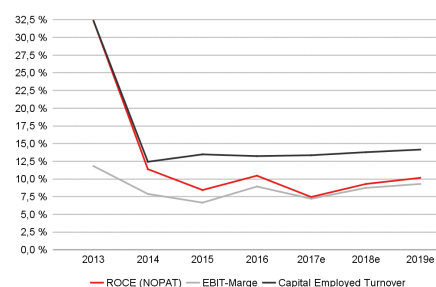
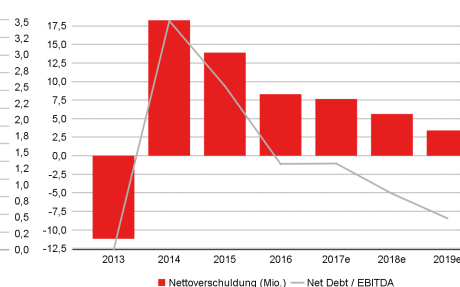
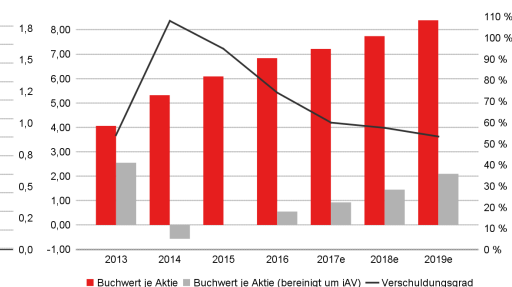
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,7	41,0	42,4	43,8	43,8	43,8	43,8
davon übrige imm. VG	0,5	18,1	18,9	18,2	17,1	16,1	15,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	2,4	14,5	15,2	15,5	15,5	15,5	15,5
Sachanlagen	1,4	1,9	2,4	2,3	2,7	3,5	4,3
Finanzanlagen	0,0	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	11,1	42,9	44,7	46,0	46,4	47,2	48,0
Vorräte	4,7	8,7	9,3	9,2	9,5	10,1	10,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,0	14,2	15,4	12,6	13,3	14,1	15,1
Liquide Mittel	12,9	8,8	9,2	10,9	7,0	9,2	11,4
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	1,5	2,4	3,8	4,2	4,2	4,2	4,2
Umlaufvermögen	29,1	34,1	37,7	36,9	34,0	37,6	41,5
Bilanzsumme (Aktiva)	40,2	77,0	82,5	82,9	80,4	84,8	89,6
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	6,4	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Kapitalrücklage	4,4	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Gewinnrücklagen	15,6	18,0	23,1	28,4	32,6	38,0	44,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-0,3	-0,2	0,0	0,0	-1,6	-3,4	-5,1
Buchwert	26,2	37,0	42,4	47,6	50,2	53,9	58,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	26,1	37,0	42,3	47,6	50,2	53,8	58,4
Rückstellungen gesamt	2,3	3,9	4,1	4,7	4,9	5,4	5,4
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,5	2,2	1,9	2,2	2,3	2,5	2,5
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	0,2	24,8	21,2	16,9	12,3	12,3	12,3
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,0	7,0	5,5	10,3	10,3	10,3	10,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,5	4,2	6,3	5,9	5,1	5,4	5,7
Sonstige Verbindlichkeiten	9,0	7,1	8,5	7,8	7,8	7,8	7,8
Verbindlichkeiten	14,1	40,0	40,1	35,3	30,2	31,0	31,3
Bilanzsumme (Passiva)	40,2	77,0	82,5	82,9	80,4	84,8	89,6

Kennzahlen

	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,9 x	3,6 x	4,0 x	4,4 x	4,1 x	4,0 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	3,5 x	1,3 x	1,5 x	1,4 x	1,5 x	1,5 x	1,5 x
ROA	38,9 %	8,9 %	10,0 %	12,4 %	9,1 %	11,6 %	12,8 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	32,4 %	11,4 %	8,4 %	10,5 %	7,4 %	9,3 %	10,2 %
ROE	17,9 %	12,0 %	11,3 %	12,7 %	8,6 %	10,5 %	11,0 %
Adj. ROE	17,9 %	12,0 %	11,3 %	12,7 %	8,6 %	10,5 %	11,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-11,2	18,3	13,9	8,3	7,6	5,6	3,4
Nettofinanzverschuldung	-12,7	16,1	12,0	6,1	5,3	3,1	0,9
Net Gearing	-42,9 %	49,4 %	32,8 %	17,4 %	15,2 %	10,5 %	5,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	159,4 %	112,0 %	49,4 %	47,6 %	24,6 %	6,6 %
Buchwert je Aktie	4,1	5,3	6,1	6,8	7,2	7,7	8,4
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	2,6	-0,6	0,0	0,6	0,9	1,4	2,1

Entwicklung ROCE

**Nettoverschuldung
in Mio. EUR**

**Buchwert je Aktie
in EUR**


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

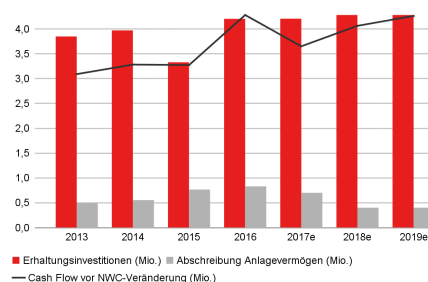
In EUR Mio.	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,3	3,8	4,5	5,7	4,2	5,5	6,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,5	0,6	0,8	0,8	0,7	0,4	0,4
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	2,7	3,7	4,5	4,3	4,5	4,5	4,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,7	0,5	-1,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	8,0	8,5	8,5	11,1	9,5	10,6	11,1
Veränderung Vorräte	-1,3	-1,6	-0,6	0,1	-0,3	-0,6	-0,7
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,2	-0,7	-1,2	2,8	-0,7	-0,8	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-0,4	-0,9	1,7	-0,8	-0,8	0,3	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,1	0,9	0,2	-3,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,0	-2,2	0,1	-1,6	-1,8	-1,1	-1,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	6,0	6,3	8,6	9,5	7,7	9,5	9,7
Investitionen in iAV	-4,6	-3,9	-2,8	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5
Investitionen in Sachanlagen	-0,5	-1,4	-1,7	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-21,9	-1,3	-0,9	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,2	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-4,9	-26,4	-5,8	-6,5	-5,6	-5,7	-5,7
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	10,6	-1,7	-0,2	-4,6	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,7	-1,3	-1,7	-1,0	-1,4	-1,5	-1,7
Erwerb eigener Aktien	1,3	0,5	1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-0,5	17,0	-2,6	-1,4	-6,0	-1,5	-1,7
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	0,6	-3,1	0,3	1,6	-3,9	2,2	2,2
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	12,1	9,1	9,2	10,9	7,0	9,2	11,4

Kennzahlen

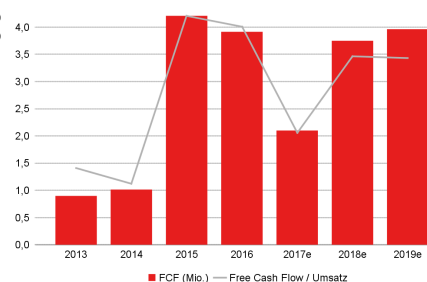
	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Kapitalfluss							
FCF	0,9	1,0	4,2	3,9	2,1	3,7	4,0
Free Cash Flow / Umsatz	1,7 %	1,4 %	5,1 %	4,9 %	2,5 %	4,2 %	4,2 %
Free Cash Flow Potential	3,7	4,3	6,7	6,8	5,2	6,1	6,8
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	20,8 %	26,7 %	93,8 %	68,6 %	49,7 %	68,7 %	64,2 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,2 %	1,5 %	0,6 %	0,6 %	1,1 %	1,2 %	1,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	56,9 %	3,5 %	1,4 %	1,3 %	0,7 %	0,8 %	0,8 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	9,8 %	7,1 %	5,4 %	7,0 %	6,7 %	6,4 %	6,0 %
Maint. Capex / Umsatz	7,3 %	5,3 %	4,0 %	5,2 %	5,0 %	4,8 %	4,5 %
CAPEX / Abschreibungen	162,5 %	125,8 %	84,1 %	110,0 %	107,9 %	116,6 %	116,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	21,3 %	20,8 %	22,6 %	21,3 %	20,0 %	20,5 %	20,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	396,0 %	339,9 %	244,0 %	214,0 %	260,8 %	261,1 %	264,9 %
Vorratsumschlag	3,3 x	3,1 x	3,4 x	3,4 x	3,4 x	3,4 x	3,4 x
Receivables collection period (Tage)	70	70	68	57	58	58	58
Payables payment period (Tage)	61	56	72	68	58	58	57
Cash conversion cycle (Tage)	73	83	54	56	67	68	68

Investitionen und Cash Flow

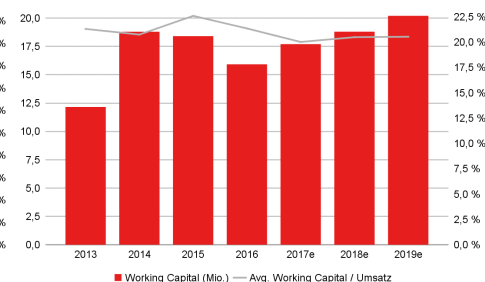
in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report („Anlageempfehlung“ oder „Empfehlung“) 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 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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B WPHG, FINANV UND MAR EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNG (EU) 2016/958

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 (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). 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.

Es wurden 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 Anlageempfehlung angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen 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. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

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 gem. § 34b WpHG, FinAnV, MAR und DeIVO auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf 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 Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 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.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Softing	3, 4, 5, 6	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.

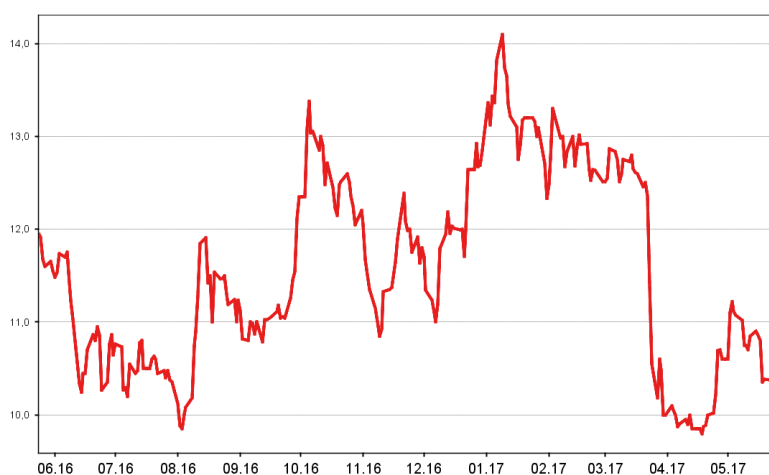
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	108	55
Halten	78	39
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	1	1
Gesamt	198	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Wertpapierdienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	28	70
Halten	9	23
Verkaufen	2	5
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	40	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [SOFTING] AM [23.05.2017]


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 Rüschemeyer +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

Marie-Thérèse Grübner +49 40 309537-240
Small Cap Research mgruebner@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

Henrik Paganetty +49 40 309537-185
Telecommunications hpaganetty@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

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Small Cap Research pschmidt@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
Car Suppliers, Construction 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 Döntenwill +49 40 3282-2666
USA, Poland, The Netherlands pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

Simon Pallhuber +49 69 5050-7414
Switzerland, France spallhuber@mmwarburg.com

Angelika Flegler +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing aflegler@mmwarburg.com

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

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerkel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@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
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson Reuters www.thomsonreuters.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