



**Researchstudie (Anno)**

**SoftM**

**Kaufen**

**Stand 20.05.2008**

---

**WICHTIGER HINWEIS:**  
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 13

---

20.05.2008

SoftM AG<sup>(5),(7)</sup>

**KAUFEN**

**Kursziel: 4,68 €**

Kurs: 3,60 €  
19.5.2008, 12:19 Uhr,  
Xetra

**Letztes Rating/  
Kursziel:**  
KAUFEN/ 4,66 €

**Marktsegment:**  
Prime Standard

**Rechnungslegung:**  
IFRS

**Analysten:**

**Philipp Leipold**  
leipold@gbc-ag.de

**Manuel Hoelzle**  
hoelzle@gbc-ag.de

**IR-Kontakt:**

SoftM AG  
Friedrich Koopmann  
Messerschmittstraße 4  
D-80992 München

**Tel.:** +89-14329-119  
**Fax:** +89-14329-1113

ir@softm.com  
www.softm.com

**Unternehmensprofil:**

**Branche:** Software/IT  
**Fokus:** Standardsoftware/ Beratung  
und Systemintegration

**Mitarbeiter:** 441 (31.03.2008)

**Firmensitz:** München, D

**Gründung:** 1973

**Vorstandssprecher:** Franz Wiesholler

**WKN:** 724910

**ISIN:** DE0007249104

**Börsenkürzel:** FTM

**Anzahl Aktien:** 4,98 Mio.

**Marktkap.:** 17,93 Mio. €

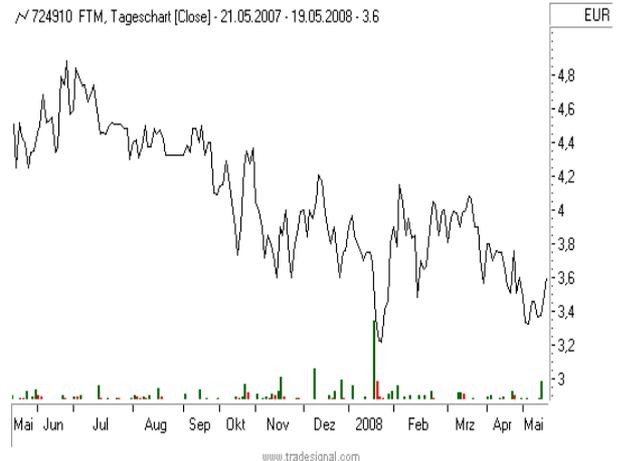
**Streubesitz:** 45,36 %

**52 W Hoch:** 4,89 €

**52 W Tief:** 3,21 €

**Durchs. Tagesvolumen:** 12.687 €

\* Quelle DeutscheBörse (Frankfurt Parkett und Xetra, 100 Tage)



In Mio. €	2006	2007	2008e	2009e
Umsatz	82,97	59,37	62,50	67,80
EBITDA	4,68	3,04	4,73	6,05
EBIT	0,02	-1,86	1,53	2,85
Jahresüberschuss	0,04	-0,87	0,88	1,86
<b>In €</b>				
Gewinn je Aktie	0,01	-	0,18	0,38
Dividende je Aktie	0,05	-	0,06	0,15
<b>In %</b>				
EBITDA-Marge	5,64	5,11	7,57	8,93
EBIT-Marge	2,59	-	2,45	4,21
<b>Kennzahlen</b>				
EV/Sales	0,38	0,43	0,41	0,38
EV/EBITDA	6,77	8,43	5,41	4,23
KGV	507,7	-	20,2	9,5
KBV (zum 31.12.2007)			1,07	

**Highlights:**

- Umsatzrückgang in 2007 infolge einer schwachen Entwicklung des Geschäftsbereiches Systemintegration und Verkauf einer Tochtergesellschaft
- Positive Ergebnisentwicklung im ersten Quartal 2008 erzielt
- Umsatz- und Ergebniswachstum im laufenden Geschäftsjahr 2008 erwartet

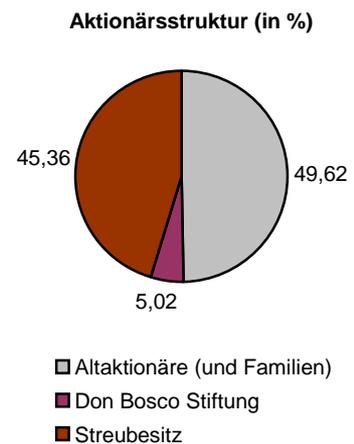
## Unternehmen

### Profil

Die SoftM AG mit Hauptsitz in München ist ein führender Anbieter von kompletten IT-Lösungen für den Mittelstand. Das Unternehmen wurde 1973 gegründet und beschäftigt mittlerweile rund 440 Mitarbeiter. SoftM ist in sechs verschiedenen Ländern tätig. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich dabei in die drei Geschäftsbereiche Standardsoftware, Beratung und Systemintegration. Insgesamt zählen mehr als 4.200 Unternehmen zum Kundenkreis des SoftM Konzerns. Im Dezember 2006 wurde im Rahmen eines Asset-Kaufs die ERP-Software Semiramis erworben. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 erzielte SoftM Umsatzerlöse in Höhe von 59,4 Mio. € bei einem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in Höhe von 3,0 Mio. €.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Altaktionäre (und Familien)	49,62
Don Bosco Stiftung	5,02
<b>Streubesitz</b>	<b>45,36</b>



Quelle: SoftM, GBC

### Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Hauptversammlung, München	19.6.2008
Q2-Zahlen 2008	21.8.2008
Q3-Zahlen 2008	18.11.2008
Eigenkapitalforum, Frankfurt	Nov. 2008

## Geschäftsentwicklung 2007

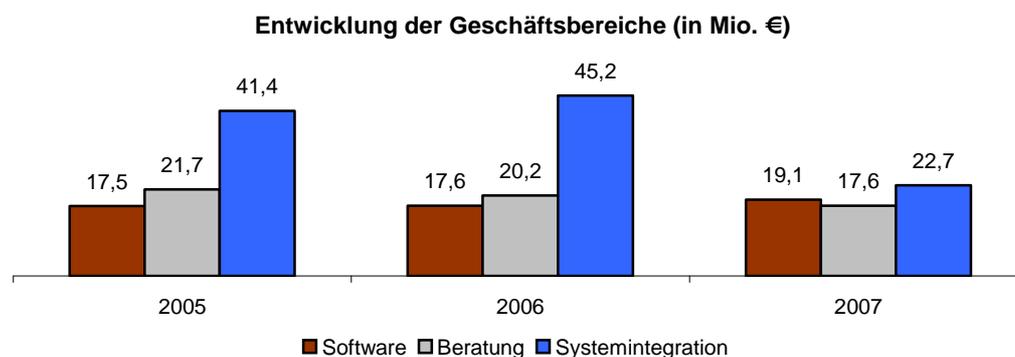
in Mio. €	2006	2007
Umsatz Gesamt	82,97	59,37
EBITDA	4,68	3,04
EBIT	0,02	-1,86
EBT	0,11	-2,41
Periodenergebnis	0,04	-0,87
EPS in €	0,01	-0,18

Quelle: SoftM, GBC

### Umsatzentwicklung

Der SoftM Konzern erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 einen Umsatz in Höhe von 59,37 Mio. € (VJ: 82,97 Mio. €). Der Umsatzrückgang in 2007 beruht in erster Linie auf einer schwächeren Entwicklung des Geschäftsbereiches Systemintegration sowie des Verkaufes einer Tochtergesellschaft. Dagegen konnten die Umsatzerlöse in dem Geschäftsfeld Standardsoftware aufgrund der neuen ERP-Lösung Semiramis deutlich gesteigert werden. Im Schlussquartal 2007 erzielte der SoftM Konzern einen Umsatz in Höhe von 19,04 Mio. € (VJ: 28,60 Mio. €). Der Anteil der im Ausland erwirtschafteten Umsätze lag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 bei 13,1 % nach 9,8 % im Vorjahr.

Die nachstehende Graphik zeigt die Umsatzentwicklung der drei Geschäftsbereiche für den Zeitraum 2005 bis 2007.



Quelle: SoftM, GBC

Im Geschäftsbereich Standardsoftware wurde eine Umsatzsteigerung um rund 9 % von 17,6 Mio. € in 2006 auf 19,1 Mio. € in 2007 verzeichnet. Der Umsatzanstieg ist dabei vor allem auf die neue java-basierte ERP-Lösung Semiramis zurückzuführen.

In dem zweiten Geschäftsfeld Beratung verzeichnete SoftM im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 einen Umsatzrückgang auf 17,6 Mio. € (VJ: 20,2 Mio. €). Diese rückläufige Entwicklung erklärt sich vor allem aus dem Verkauf der Tochtergesellschaft. Der Verkauf der Anteile an das Management erfolgte zum 30.6.2007, so dass die Gesellschaft für das zweite Halbjahr 2007 nicht mehr konsolidiert wurde. Die verkaufte Tochterge-

sellschaft beschäftigte rund 50 Berater. Im November 2007 erwarb SoftM des Weiteren das Semiramis-Geschäft der KTW Software & Consulting GmbH mit Sitz in Kirchbichl, Österreich. Die KTW beschäftigt rund 30 Mitarbeiter. Unter Berücksichtigung des Verkaufs der Tochtergesellschaft und der Akquisition der KTW konnte der Pro-Kopf-Umsatz in 2007 im Vergleich zum Vorjahr stabil gehalten werden.

In dem dritten Geschäftsbereich Systemintegration kam es im abgelaufenen Geschäftsjahr zu einem erheblichen Umsatzeinbruch auf nun 22,7 Mio. € (VJ: 45,2 Mio. €). Dies ist hauptsächlich auf zwei Faktoren zurückzuführen. Zum einen wechselten einige Mitarbeiter Anfang 2007 zu einem Wettbewerber, was einen deutlichen Umsatzrückgang zur Folge hatte. Zum anderen kam erschwerend hinzu, dass sich der Markt für die Plattform IBM System i in Deutschland in 2007 stark rückläufig entwickelte.

### **Ergebnisentwicklung**

Der Rohertrag fiel in 2007 trotz des deutlichen Umsatzrückgangs mit 43,28 Mio. € nur um knapp 1,7 Mio. € geringer aus als in der vergleichbaren Vorjahresperiode (VJ: 44,96 Mio. €). Dies entspricht einer Rohertragsmarge von 72,90 % in 2007 (VJ: 54,18 %). Da sich der Anteil des Bereiches Systemintegration von rund 55 % in 2006 auf rund 38 % in 2007 reduzierte, führte dies zu einem deutlich niedrigeren Volumen beim Hardwareeinkauf mit entsprechend positiven Auswirkungen auf die Rohertragsmarge.

Die aktivierten Eigenleistungen stiegen von 1,60 Mio. € in 2006 auf 2,58 Mio. € in 2007 an. Insgesamt erhöhten sich die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr deutlich auf 9,6 Mio. € nach 6,8 Mio. € im Vorjahr, was maßgeblich durch die Entwicklung der neuen Produkte Semiramis und SharkNex zu erklären ist. Allein für Semiramis und SharkNex fielen Entwicklungskosten in 2007 in Höhe von 5,7 Mio. € an. Für die Produktlinien SoftM Suite sowie Schilling, DKS und InfoStore wurden fast keine Aktivierungen mehr vorgenommen. Positiv beeinflusst wurde der Rohertrag durch den Verkauf einer Tochtergesellschaft. Hieraus resultierte ein sonstiger betrieblicher Ertrag von 2,39 Mio. €.

Die Personalaufwendungen in 2007 lagen bei 27,88 Mio. € und damit annähernd auf Vorjahresniveau (VJ: 27,85 Mio. €). Die Übernahme der Semiramis und der KTW erhöhten die Mitarbeiterzahl, dagegen führte der Verkauf einer Tochtergesellschaft zu einem Rückgang der Beschäftigten im SoftM Konzern. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen waren ebenfalls keine wesentlichen Abweichungen zum Vorjahr festzustellen. Diese beliefen sich in 2007 auf 12,36 Mio. € gegenüber 12,43 Mio. € im Vorjahr.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2007 auf 3,04 Mio. € (VJ: 4,68 Mio. €), was einer EBITDA-Marge von 5,11 % (VJ: 5,64 %) entspricht. Die Abschreibungen erhöhten sich leicht von 4,65 Mio. € in 2006 auf 4,89 Mio. € in 2007. Hier ist zu berücksichtigen, dass eine Sonderabschreibung in Höhe von 1,2 Mio. € vorgenommen werden musste, wobei rund 0,7 Mio. € auf eine Firmenwertabschreibung bei der österreichischen Tochtergesellschaft in

Wien und rund 0,5 Mio. € auf eine Abschreibung für SoftM Suite entfallen.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) belief sich im vergangenen Geschäftsjahr 2007 auf -1,86 Mio. € (VJ: 0,02 Mio. €). Das Zinsergebnis fiel aufgrund des für den Erwerb der Semiramis aufgenommenen Akquisitionsdarlehens mit -0,34 Mio. € negativ aus. Unter Berücksichtigung der latenten Steuern und der fremden Gewinnanteile lag der Jahresfehlbetrag in 2007 bei 0,87 Mio. € (VJ: 0,04 Mio. €). Das Ergebnis pro Aktie (EPS) betrug folglich -0,18 € (VJ: 0,01 €).

### **Bilanzielle und finanzielle Situation**

Die Eigenkapitalquote ist nach wie vor als komfortabel zu bezeichnen und belief sich zum 31.12.2007 auf 40,5 %. Auf der Aktivseite haben sich sowohl die Firmenwerte infolge der Abschreibung auf die SoftM Software und Beratung GmbH, Wien auf 10,34 Mio. € (VJ: 11,04 Mio. €) als auch die entgeltlich erworbenen immateriellen Vermögensgegenstände (Softwarerechte für Semiramis) aufgrund von Abschreibungen auf 5,07 Mio. € (VJ: 6,73 Mio. €) reduziert. Im Rahmen der Aktivierung von Entwicklungsleistungen für die neuen Produkte Semiramis und SharkNex erhöhten sich die Entwicklungskosten auf der Aktivseite der Bilanz von 4,13 Mio. € Ende 2006 auf 4,92 Mio. € Ende 2007. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die Vorräte gingen im Vergleich zum Vorjahr deutlich auf 14,54 Mio. € (VJ: 19,03 Mio. €) respektive 0,33 Mio. € (VJ: 0,97 Mio. €) zurück, was vor allem auf den Geschäftsbereich Systemintegration zurückzuführen ist.

Der operative Cash Flow fiel in 2007 deutlich positiv aus und lag bei 4,48 Mio. € (VJ: -0,31 Mio. €). Durch die Einzahlungen aus dem Verkauf der Tochtergesellschaft flossen der Gesellschaft 2,55 Mio. € an liquiden Mitteln zu, so dass sich der Cash Flow aus Investitionstätigkeit auf -0,68 Mio. € belief. Infolge des guten Cash Flow konnten in der Berichtsperiode Darlehen in Höhe von rund 3,7 Mio. € getilgt werden mit der Folge, dass sich die Nettoverschuldung (=Verzinsliche Kredite - liquide Mittel) zum Jahresende auf 11,05 Mio. € belief.

### **Geschäftsentwicklung 1. Quartal 2008**

Auf der Ergebnisseite konnte die SoftM AG im laufenden Jahr 2008 bereits erste Erfolge aus der strategischen Neuausrichtung verzeichnen. Im ersten Quartal 2008 ging der Umsatz von 13,76 Mio. € im ersten Quartal 2007 auf 12,22 Mio. € zwar nochmals zurück. Dabei stieg der Umsatz im Bereich Standardsoftware aber von 4,6 Mio. € auf 4,9 Mio. €, was ausschließlich auf Semiramis zurückzuführen ist. Mit dem neuen Kernprodukt Semiramis konnten die Umsatzerlöse hier von 0,4 Mio. € auf 0,8 Mio. € erhöht werden. Wir gehen davon aus, dass sich dieses Wachstum in den Folgequartalen fortsetzt. In den ersten drei Monaten konnten bereits zehn neue Kunden für Semiramis gewonnen werden. Die Neukunden konnten dabei sowohl über den direkten Vertrieb der SoftM als auch über das Partnernetzwerk gewonnen werden. Im Geschäftsfeld Beratung lagen die Umsatzerlöse bei rund 4,8 Mio. € in den ersten drei Monaten. Jedoch gilt es hier anzumerken, dass der Pro-Kopf-Umsatz im Vergleich zum Vorjahr infolge einer besseren Auslastung um über 10 % zulegen konnte. Im Bereich Systemintegration setzte sich der Umsatzrückgang von 4,4 Mio. € im ersten Quartal 2007 auf 2,5 Mio. € in 2008 fort. Hier hielten sich die Kunden im Vorfeld einer neuen IBM Produktankündigung für die Plattform System i mit Bestellungen zurück.

Die Steigerung der Lizenzerlöse sowie die höhere Auslastung der Beratermannschaft hatte entsprechend positive Auswirkungen auf die Margensituation. Die Rohertragsmarge konnte in den ersten drei Monaten 2008 gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresquartal deutlich von 75,31 % auf 81,56 % gesteigert werden. Bei reduzierten Personalaufwendungen und gesunkenen sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnte SoftM auf EBITDA Basis im ersten Quartal 2008 wieder positive Zahlen ausweisen. Das EBITDA lag bei 0,67 Mio. €, was eine deutliche Verbesserung gegenüber dem Vorjahreswert von -0,26 Mio. € darstellt.

Das Betriebsergebnis (EBIT) betrug im ersten Quartal 2008 -0,03 Mio. € (VJ: -1,21 Mio. €). Der operative Cash Flow fiel, wie im Vorjahr, mit 10,71 Mio. € (Q1 2007: 13,51 Mio. €) deutlich positiv aus.

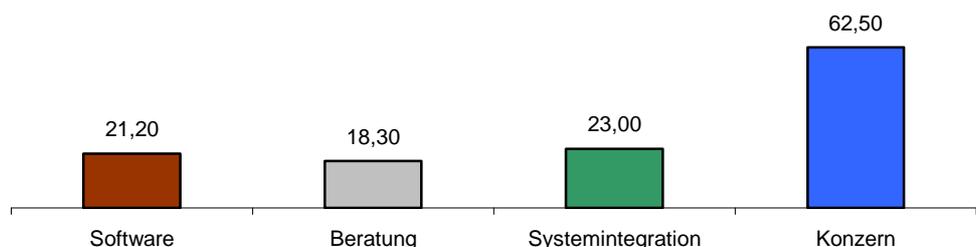
## Prognose und Modellannahmen

Im Rahmen der neuen strategischen Ausrichtung der SoftM werden zukünftig die drei Geschäftsbereiche ERP, Finance und Systemintegration als gleichwertige Säulen nebeneinander geführt. Der Schwerpunkt in den Bereichen ERP sowie Finance wird dabei ganz klar auf den neuen Java-basierten Produkten Semiramis und SharkNex liegen. Semiramis wird dabei als neues Kernprodukt mittelfristig die SoftM Suite im Bereich ERP ablösen. Im Bereich Finance verfügt SoftM nunmehr mit SharkNex über eine plattformunabhängige Software, die sowohl als eigenständige Lösung als auch als OEM-Lösung Neukunden angeboten wird. Bestandskunden der bewährten Finance Lösungen erhalten somit die Möglichkeit mittelfristig auf SharkNex zu migrieren.

Des Weiteren wurde im Rahmen der neuen Strategieausrichtung der Vertrieb für die Bereiche ERP und Finance neu strukturiert. Zusätzlich zu dem bestehenden eigenen Vertrieb ist ein verstärkter Fokus auf den Ausbau des indirekten Vertriebskanals gelegt worden. Der indirekte Vertrieb erfolgt dabei über ein umfassendes Partnernetzwerk, das derzeit mehr als 30 Systemhäuser umfasst. In diesem Zusammenhang ist es vorgesehen, dass die Partnerunternehmen eigene Branchenlösungen einbringen. Aktuell sind Lösungen für die Branchen Bekleidung, Energie, Getränke, Möbel und Automotive verfügbar. Durch das Nebeneinander des direkten und indirekten Vertriebs sollte ein Multiplikatoreffekt erreicht werden.

Nach dem deutlichen Umsatzrückgang in 2007 erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr wieder ein Umsatzwachstum von 5,27 % auf dann 62,5 Mio. €. Diese Prognose basiert auf der Annahme, dass alle drei Geschäftsbereiche moderate Umsatzzuwächse erreichen werden. Die folgende Graphik zeigt unsere Umsatzerwartung für die jeweiligen Geschäftsbereiche für das laufende Geschäftsjahr 2008.

Erwartete Umsätze nach Bereichen in 2008 (in Mio. €)



Quelle: GBC

Das hohe Niveau bei der Rohertragsmarge im ersten Quartal sollte sich nach unserer Erwartung im weiteren Jahresverlauf abschwächen. Wir sehen hier die Rohertragsmarge in 2008 bei 70,61 %, was einem Rohertrag von 44,13 Mio. € entspricht. Die Personalaufwendungen sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sollten unterproportional zu den Umsätzen ansteigen, so dass wir für 2008 ein EBITDA in Höhe von 4,73 Mio. € erwarten. Die Abschreibungen sollten im laufenden Geschäftsjahr deutlich zurückgehen. Im ersten Quartal beliefen sich die Abschreibungen auf knapp 0,7 Mio. €. Für das Gesamtjahr sehen wir die Abschreibungen, primär auf die entgeltlich erworbenen immateriellen Vermögensgegenstände sowie auf die aktivierten Entwicklungskosten, bei 3,20 Mio. €. Infolge der Rückführung der Nettover-

schuldung sollte sich auch das Zinsergebnis in 2008 verbessern. Unsere Prognose für das Vorsteuerergebnis in 2008 liegt bei 1,25 Mio. €. Unter Berücksichtigung einer Steuerquote auf Konzernebene von 30,0 % und den Minderheitenanteilen sollte der Jahresüberschuss nach unserer Erwartung 0,88 Mio. € betragen, was einem EPS von 0,18 € entspricht.

Für das kommende Geschäftsjahr 2009 gehen wir von einem weiteren Umsatzzuwachs um 8,48 % auf dann 67,8 Mio. € aus, wobei die beiden Geschäftsbereiche Standardsoftware und Beratung leicht stärker ansteigen sollten. Vor allem die neuen Produkte Semiramis und SharkNex werden ihren Beitrag hierzu leisten. Dabei halten wir ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 8 % bis zum Jahre 2011 für realistisch. Die zunehmende Bedeutung des Bereiches Software in Verbindung mit Skalenerträgen sollte sich in 2009 positiv auf die Margensituation des SoftM Konzerns auswirken. Die EBITDA-Marge sollte sich gemäß unserer Schätzung dann auf 8,93 % belaufen.

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der SoftM AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 4,01 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Nach unseren internen Schätzungen haben wir ein Beta von 1,20 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,61 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risiko­prämie). Somit ergibt sich auch ein WACC von 9,4 %.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	10,61%
Gewicht in %	83%
Fremdkapitalkosten	4,5%
Gewicht in %	17%
Taxshield in %	25%
<b>WACC</b>	<b>9,4%</b>

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009 - Phase 2	
Umsatzwachstum	8,0 %
EBITDA-Marge	10,0 %
Steuerquote	30,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	11,1%
Umsatz zu OAV	6,1
Abschreibungen vom OAV	28,6%

Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0 %
Steuerquote	30,0 %
Working Capital in % vom Umsatz	11,1%
Umsatz zu OAV	6,1
Abschreibungen vom OAV	28,6%

## Discounted Cashflow-Modell

Die SoftM AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008 & 2009 in Phase 1, erfolgt von 2010 bis 2014 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir jährliche Steigerungen im Umsatz von 8,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 10,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Steuerquote von 30,0 % .

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,4 % errechnet.

**Der daraus resultierende faire Wert der Aktie auf Basis 2008 liegt bei 4,68 € (zuvor: 4,66 €).**

### DISCOUNTED CASHFLOWS Modellszenario SoftM AG

in Mio. €	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	Continued
Umsatz	62,50	67,80	73,22	79,08	85,41	92,24	99,62	101,61
Veränderung in %	5,3%	8,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	2,0%
EBITDA-Marge	7,6%	8,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
EBITA	1,53	2,85	3,89	4,20	4,54	4,90	5,29	5,40
EBITA-Marge	2,5%	4,2%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Steuerquote (auf EBITA)	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Working Capital	7,00	7,5	8,13	8,78	9,48	10,24	11,06	11,28
in % vom Umsatz	11,2%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Operatives Anlagevermögen	11,00	11,20	12,00	12,96	14,00	15,12	16,33	16,66
Umsatz zu OAV	5,7	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1	6,1
Abschreibungen	-3,20	-3,20	-3,43	-3,71	-4,00	-4,32	-4,67	-4,76
Abschreibungen vom OAV	29,1%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%
<b>Free Cashflows</b>								
EBITDA	4,73	6,05	7,32	7,91	8,54	9,22	9,96	10,16
Steuern auf EBITA	-0,46	-0,86	-1,17	-1,26	-1,36	-1,47	-1,59	-1,62
Investitionen in AV	-3,10	-3,40	-4,24	-4,67	-5,04	-5,44	-5,88	-5,09
Veränderung des Working Capital	-0,46	-0,50	-0,63	-0,65	-0,70	-0,76	-0,82	-0,22
Investitionen in Goodwill								
<b>Gross Free Cashflow</b>	<b>0,72</b>	<b>1,30</b>	<b>1,29</b>	<b>1,33</b>	<b>1,44</b>	<b>1,55</b>	<b>1,68</b>	<b>3,23</b>

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	6,4	6,2	5,5	4,8
Barwert des Continuing Value	23,3	25,5	27,9	30,5
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	29,6	31,7	33,4	35,2
Nettoschulden (Net debt)	8,91	8,73	7,98	7,39
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	20,7	23,0	25,4	27,9
Fremde Gewinnanteile	0,0	0,0	0,0	0,0
Wert des Aktienkapitals	20,7	23,0	25,4	27,9
Ausstehende Aktien in Mio.	4,914	4,914	4,914	4,914
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>4,22</b>	<b>4,68</b>	<b>5,17</b>	<b>5,67</b>

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR					
Dividendenzahlung		-0,3	-0,4	-0,5	-0,6
Aktienrückkäufe		0	0	0	0
Zinsaufwand/ertrag		-0,28	-0,20	-0,20	-0,10

### Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2008e

		WACC				
		8,4%	8,9%	9,4%	9,8%	10,3%
Nachhaltiges Umsatzwachstum	1,0%	5,41	4,87	4,39	4,05	3,67
	1,5%	5,62	5,04	4,53	4,16	3,76
	2,0%	5,87	5,23	<b>4,68</b>	4,29	3,86
	2,5%	6,15	5,45	4,85	4,43	3,97
	3,0%	6,49	5,71	5,05	4,59	4,09

## Fazit

Das Geschäftsjahr 2007 war ein schwieriges Jahr für den SoftM Konzern. Im Geschäftsbereich Systemintegration musste ein deutlicher Umsatzrückgang infolge von Personalabgängen sowie eines rückläufigen Marktes für die Plattform System i verzeichnet werden. Im Geschäftsfeld Standardsoftware konnten die Umsatzerlöse um knapp 10 % gesteigert werden, jedoch fiel das Segmentergebnis aufgrund hoher Entwicklungsleistungen für die neuen Produkte Semiramis und SharkNex sowie des Ausbaus des direkten und indirekten Vertriebskanals noch negativ aus.

Das abgelaufene erste Quartal 2008 stimmt uns allerdings zuversichtlich für den weiteren Verlauf des Geschäftsjahres. Im ersten Quartal wurde ein positives EBITDA in Höhe von 0,67 Mio. € erzielt. Erste Erfolge aus der strategischen Neuausrichtung sind somit bereits zu sehen. Die Perspektiven von SoftM mit dem modernen Produktportfolio und der neuen Vertriebsstrategie schätzen wir als viel versprechend ein. Wir gehen fest davon aus, dass SoftM von einer nunmehr reduzierten Umsatzbasis wieder einen nachhaltigen Wachstumspfad beschreiten wird.

Für das laufende Geschäftsjahr 2008 sieht unsere Schätzung daher bei einer moderaten Umsatzsteigerung zugleich eine Rückkehr in die Gewinnzone mit einem EBIT in Höhe von 1,53 Mio. € vor. Des Weiteren erwarten wir in den kommenden Jahren weiter steigende Umsatzerlöse bei einer sich stetig verbessernden Margensituation.

**Mit Hilfe unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der SoftM AG einen fairen Wert auf Basis 2008 in Höhe von 4,68 € (bisher: 4,66 €) ermittelt. Auf Basis des aktuellen Kurses errechnet sich folglich ein Potential von über 30 %. Wir stufen die Aktie der SoftM AG daher weiterhin mit KAUFEN ein.**

# Anhang

## §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>**

## **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

einsehbar.

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5), (7)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse (n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

### **Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

### **§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG®  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)

**Analysten für diese Studie:**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**  
**Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst**