



Researchstudie (Anno)



Kaufen

Stand 30.04.2009

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

30.04.2009

SoftM AG^{(5),(7)*}

KAUFEN

Kursziel: 4,19 €

Kurs: 2,60 €
23.4.2009, 9:03 Uhr,
Xetra

**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN/ 4,43 €

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.: +89-14329-1199
Fax: +89-14329-1113

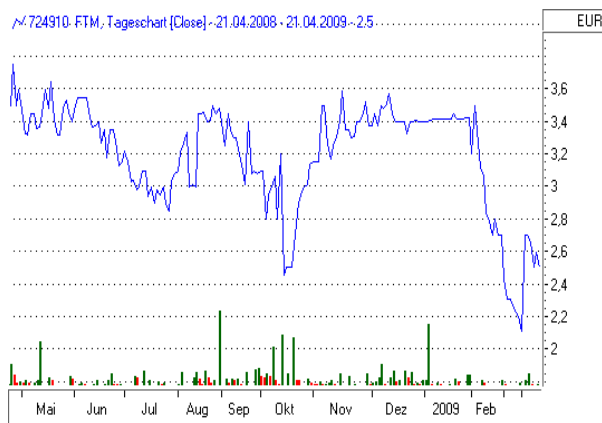
ir@softm.com
www.softm.com

Unternehmensprofil:

Branche: Software/IT
Fokus: Standardsoftware/ Beratung
und Systemintegration
Mitarbeiter: 407 (31.12.2008)

Firmensitz: München, D
Gründung: 1973
Vorstand: Franz Wiesholler,
Ludwig Ametsbichler, Ralf Gärtner

WKN: 724910
ISIN: DE0007249104
Börsenkürzel: FTM
Anzahl Aktien: 6,48 Mio.
Marktkap.: 16,84 Mio. €
Streubesitz: 9,95 %
52 W Hoch: 3,67 €
52 W Tief: 2,10 €
Durchs. Tagesvolumen: 7.945 €



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

in Mio. EUR	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Umsatz	82,97	59,37	56,56	55,10	57,50
EBITDA	4,68	3,04	3,75	2,35	3,59
EBIT	0,02	-1,86	-2,67	-0,55	0,89
Jahresüberschuss	0,04	-0,87	-4,64	-0,65	0,69
in EUR					
EPS	0,01	-0,17	-0,93	-0,10	0,11
Dividende	0,05	-	-	-	-
in %					
EBITDA-Marge	5,6%	5,1%	6,6%	4,3%	6,2%
EBIT-Marge	0,0%	-	-	-	1,5%
Dividendenrendite	1,9%	-	-	-	-
Kennzahlen					
EV/ Sales	0,32	0,38	0,35	0,36	0,35
EV / EBITDA	5,60	7,48	5,29	8,43	5,53
Kurs-Gewinn-Verhältnis	368,96	-14,90	-3,63	-26,06	24,36
Kurs-Buchwert-Verhältnis			0,96		

Highlights:

- Deutliche Umsatzsteigerung im Bereich Software und Verbesserung der Ergebnisqualität in 2008
- 46 Neukunden konnten für SoftM Semiramis in 2008 gewonnen werden
- Kräftige Rückführung der Nettoverschuldung dank des freien Cash Flows und der Kapitalerhöhung im November 2008
- Mittelfristig erhebliche Vorteile durch den neuen Mehrheitsaktionär Comarch erwartet
- Leicht rückläufige Entwicklung beim Umsatz und operativen Ergebnis in 2009 erwartet

* In dieser Studie ist der mit der Notation verbundene mögliche Interessenskonflikt zu berücksichtigen. Nähere Informationen zu möglichen Interessenskonflikten entnehmen Sie bitte <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleId/98/>

Unternehmen

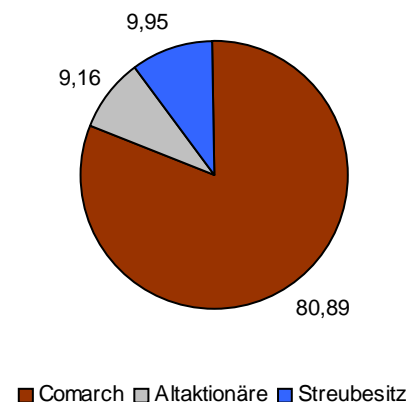
Profil

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 400 Mitarbeiter. SoftM ist mit insgesamt 17 Standorten in Deutschland, Österreich, der Schweiz, Frankreich, Polen und Tschechien tätig. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich dabei in die drei Geschäftsbereiche Standardsoftware, Beratung und Systemintegration. Insgesamt zählen über 4.000 Unternehmen zum Kundenkreis des SoftM Konzerns. Bei den Kernprodukten im ERP-Bereich handelt es sich um die Java-basierte Software SoftM Semiramis und die auf die IBM-Plattform System i fokussierte SoftM Suite. Großaktionär von SoftM ist seit 2008 der IT-Konzern Comarch mit Sitz in Krakau. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 erzielte SoftM Umsatzerlöse in Höhe von 56,6 Mio. € bei einem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in Höhe von 3,8 Mio. €.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Comarch	80,89
Altaktionäre (und Familien)	9,16
Streubesitz	9,95

Aktionärsstruktur (in %)



Quelle: SoftM, GBC

Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Q1-Zahlen 2009	15.5.2009
Ordentliche Hauptversammlung, München	25.6.2009
Q2-Zahlen 2009	14.8.2009
Q3-Zahlen 2009	13.11.2009

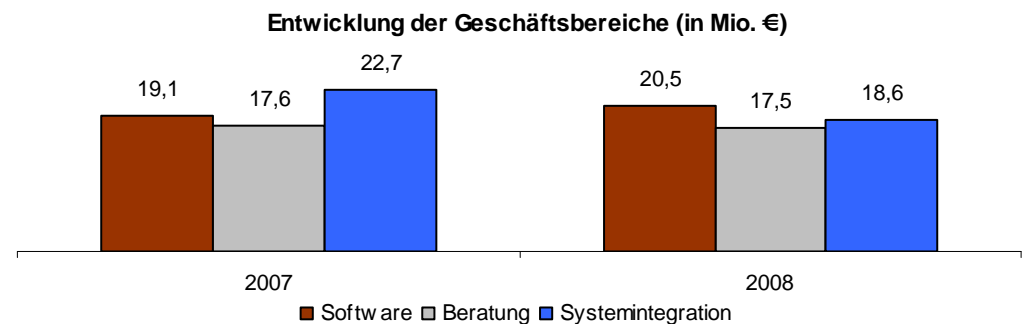
Geschäftsentwicklung - 2008

in Mio. €	2007	2008	Q4 2007	Q4 2008
Umsatz	59,37	56,56	19,04	16,88
EBITDA	3,04	3,75	1,67	0,89
EBIT	-1,86	-2,67	-0,42	-3,22
Jahresüberschuss	-0,87	-4,64	-0,61	-4,51
EPS in €	-0,17	-0,93	-0,12	-0,90

Quelle: SoftM, GBC

Umsatzentwicklung

Die SoftM AG erzielte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 auf Konzernebene Umsatzerlöse in Höhe von 56,56 Mio. €, was gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert von 59,37 Mio. € einem leichten Rückgang entspricht. Die Hauptursache für diese rückläufige Umsatzentwicklung im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 ist dabei der Geschäftsbereich Systemintegration. Die nachfolgende Graphik veranschaulicht die Umsatzentwicklung der drei Segmente im Vergleich zum Vorjahr.



Quelle: SoftM, GBC

Im traditionell guten Schlussquartal 2008 erzielte die Gesellschaft Umsätze von 16,88 Mio. € und lag damit rund 2,1 Mio. € unter dem Vorjahresquartal (Q4 2007: 19,04 Mio. €), allerdings deutlich über den beiden Vorquartalen (Q2 2008: 14,24 Mio. € respektive Q3 2008: 13,22 Mio. €). Im Gesamtjahr 2008 belief sich der im Ausland erzielte Umsatz auf 7,8 Mio. € (VJ: 7,8 Mio. €), was einem leicht erhöhten Anteil an den Konzernumsätzen von 13,8 % (VJ: 13,1 %) gleichkommt. Dabei entfällt ein Großteil der ausländischen Umsätze auf die vier Tochtergesellschaften in Österreich und in der Schweiz.

Umsatzentwicklung - Geschäftsbereich Software

Der Geschäftsbereich Software (Lizenz- und Wartungserlöse) löste in 2008 den Bereich Systemintegration erstmalig als gewichtigsten Bereich mit einem Umsatzanteil von 36,2 % (VJ: 32,2 %) ab. Hier konnten Umsätze im Gesamtjahr 2008 in Höhe von 20,5 Mio. € gegenüber 19,1 Mio. € im Jahr 2007 erzielt

werden. Damit konnte das Wachstum im Bereich Software mit 7,3 % die Wachstumsrate des Softwaremarktes, welche sich nach Angaben des Branchenverbandes Bitkom im Jahr 2008 auf 4,3 % belief, deutlich übertreffen. Nach unserer Schätzung sollten die Wartungserlöse in 2008 mit etwas über 70 % auf einem weiterhin hohen Niveau gelegen haben, während die Lizenz Erlöse bei knapp 30 % liegen sollten. Auch im Schlussquartal 2008 übertrafen die Umsätze mit 5,6 Mio. € das entsprechende Vorjahresquartal (Q4 2007: 5,2 Mio. €).

Dieser Umsatzzuwachs ist vor allem der Software-Lösung SoftM Semiramis zu verdanken. Im Geschäftsjahr 2008 haben sich 46 Neukunden für die ERP-II-Software Semiramis entschieden und damit deutlich mehr als noch im Vorjahr. Derzeit ist die Softwarelösung SoftM Semiramis bei über 300 Unternehmen im Einsatz. Dabei wurde mehr als die Hälfte der Neukunden im Jahr 2008 durch das Partner-Netzwerk von SoftM gewonnen. So erhielten die Semiramis-Partner A-MEA, Cosus, ImPuls, KI, Powersource, SteinhilberSchweiz, SWING und update Solutions in 2008 Aufträge für bestimmte Branchenlösungen. Der indirekte Vertrieb erfolgt aktuell über 25 Implementierungspartner. Der Umsatz von SoftM Semiramis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 dürfte knapp 5 Mio. € betragen haben.

Umsatzentwicklung - Geschäftsbereich Beratung

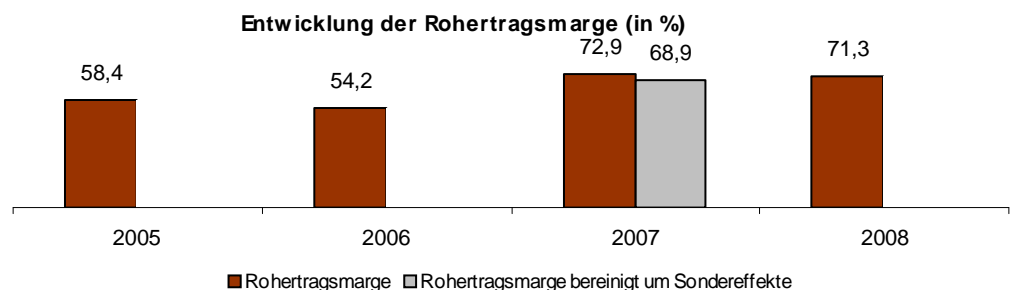
Im zweiten Geschäftsbereich Beratung konnten die Umsatzerlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 im Vergleich zum Vorjahr mit 17,47 Mio. € annähernd konstant gehalten werden (VJ: 17,60 Mio. €). Dies ist bemerkenswert vor dem Hintergrund, dass eine inzwischen verkaufte Tochtergesellschaft im ersten Halbjahr 2007 noch voll konsolidiert wurde und einen niedrigeren siebenstelligen Mio. € Umsatzbetrag beisteuerte. Folglich erhöhte sich in 2008 der Pro-Kopf-Umsatz im Bereich der softwarenahen Dienstleistungen leicht. Des Weiteren wurde ein Teil der Berater für die Produkte SoftM Semiramis sowie SoftM Sharknex geschult.

Umsatzentwicklung - Geschäftsbereich Systemintegration

Im dritten Geschäftsbereich Systemintegration verlief die Umsatzentwicklung in 2008 rückläufig. Hier beliefen sich die Umsatzerlöse auf 18,6 Mio. €, nachdem im Vorjahr noch ein Umsatzvolumen von 22,7 Mio. € erreicht wurde. Damit lag das Umsatzniveau des Segments Systemintegration erstmalig unterhalb des Umsatzes im Bereich Software. Der Umsatz im vierten Quartal 2008 lag mit 6,9 Mio. € ebenfalls unter dem Vorjahresquartal 2007 (Q4: 9,1 Mio. €). Der deutliche Umsatzrückgang im Bereich Systemintegration ist vor allem auf ein schwächeres Marktumfeld bei Server-Systemen, insbesondere bei der IBM-Plattform System i, zurückzuführen. Die verstärkte Positionierung als Lösungsanbieter konnte den Umsatzrückgang zwar nicht ausgleichen, führte allerdings zu einer Verbesserung des operativen Ergebnisses, wie ein Blick in den Konzern-Segmentbericht zeigt.

Ergebnisentwicklung

Bei der Rohertragsmarge konnte die SoftM AG im abgelaufenen Geschäftsjahr weitere Verbesserungen hinsichtlich der Ergebnisqualität erzielen. Zwar lag die Rohertragsmarge in 2008 mit 71,29 % leicht unter dem vergleichbaren Vorjahreswert von 72,90 %. Allerdings gilt hier zu berücksichtigen, dass im Geschäftsjahr 2007 ein außerordentlicher Ertrag von rund 2,4 Mio. € aus dem Verkauf einer Tochtergesellschaft die Rohertragsmarge positiv beeinflusst hat. Ohne diesen einmaligen Sondereffekt hätte die Rohertragsmarge in 2007 bei rund 68,9 % gelegen. Die aktivierten Eigenleistungen lagen in 2008 mit 2,40 Mio. € rund 0,18 Mio. € unter dem Vorjahresbetrag (VJ: 2,58 Mio. €). Die Verbesserung der Margensituation bei SoftM erklärt sich maßgeblich durch das überproportionale Wachstum des margenträchtigen Geschäftsbereiches Software. Die nachfolgende Graphik zeigt den positiven Trend bei der Entwicklung der Rohertragsmarge für die Geschäftsjahre 2006 bis 2008.



Quelle: SoftM, GBC

Die Personalaufwendungen gingen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 aufgrund der gesunkenen Mitarbeiterzahl leicht zurück. Waren es Ende 2007 noch 446 Beschäftigte, so hat sich die Mitarbeiterzahl bedingt durch Personalabgänge, insbesondere im ersten Halbjahr 2008, zum 31.12.2008 auf 407 verringert. SoftM hat hier aufgrund der Marktgegebenheiten die Personalkosten vorübergehend angepasst. Wir rechnen jedoch wieder mit einer steigenden Mitarbeiterzahl im laufenden Geschäftsjahr 2009. Die Personalaufwendungen fielen folglich im Gesamtjahr 2008 geringer aus und betragen 26,14 Mio. € (VJ: 27,88 Mio. €). Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen lagen im Berichtszeitraum 2008 mit 10,44 Mio. € unter dem vergleichbaren Vorjahresniveau (VJ: 12,36 Mio. €), was vor allem im Zusammenhang mit niedrigeren Vertriebs- und Raumkosten zu sehen ist. Hier schlugen im Vorjahr zwei größere Messen mit höheren Kosten zu Buche. Die Aufwandsquote reduzierte sich ebenfalls von 20,80 % in 2007 auf 18,45 % in 2008.

Insgesamt gelang es der SoftM AG, das operative Ergebnis im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 deutlich zu verbessern. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) konnte von 3,04 Mio. € im Jahr 2007 auf 3,75 Mio. € im Jahr 2008 gesteigert werden, was einer EBITDA-Marge von 6,63 % (VJ: 5,11 %) entspricht. Unter Berücksichtigung des einmaligen positiven Sondereffekts von rund 2,4 Mio. € in 2007 aus dem Verkauf einer Tochtergesellschaft ist die absolute Steigerung beim Ergebnis noch eindrucksvoller ausgefallen. Die Abschreibungen fielen im abgelaufenen Geschäftsjahr aufgrund nicht-liquiditätswirksamer Wertberichtigungen auf die aktivierten Eigenleistungen erheblich höher aus als im Vorjahr. Die Abschreibungen in 2008 beliefen sich auf 6,42 Mio. € (VJ: 4,89 Mio. €). Hiervon entfallen 3,14 Mio. € auf eine Sonderabschreibung für die aktivierten Entwicklungsleistun-

gen der Softwarelösung SoftM Sharknex.

Auch beim Finanzergebnis konnten im Gesamtjahr 2008 Fortschritte erzielt werden. Auf der einen Seite verbesserte sich das Zinsergebnis infolge der weiter zurückgeführten Nettoverschuldung von -0,34 Mio. € in 2007 auf -0,27 Mio. € in 2008. Auf der anderen Seite entfielen in 2008 die Verluste aus Equity-Beteiligungen (30,0 % an KEK Anwendungssysteme GmbH und 49,0 % an d.velop AG). Der Steueraufwand in Höhe von 1,70 Mio. € setzt sich zusammen aus tatsächlichen Steueraufwendungen von 0,3 Mio. € wegen ausländischer Ertragssteuern sowie Steuernachzahlungen sowie aus einer Anpassung der latenten Steuern von 1,4 Mio. €. Diese Anpassung musste vorgenommen werden, da die noch steuerlich nutzbaren Verlustvorträge aufgrund der Übernahme durch Comarch weggefallen sind. Der Jahresüberschuss in 2008 fiel aufgrund der oben beschriebenen Sondereffekte mit -4,64 Mio. € (VJ: -0,87 Mio. €) negativ aus, was einem Gewinn je Aktie (EPS) von -0,93 € (VJ: -0,18 €) entspricht.

Bilanzielle und finanzielle Lage

Die bilanzielle und finanzielle Situation des Konzerns hat sich überaus erfreulich im Geschäftsjahr 2008 entwickelt. Bei einem Eigenkapital von 17,46 Mio. € zum Jahresende 2008 konnte die Eigenkapitalquote deutlich auf 49,1 % (31.12.2007: 40,6 %) erhöht werden. Bedingt durch die hohen Abschreibungen gingen die immateriellen Vermögensgegenstände auf der Aktivseite von 20,3 Mio. € zum 31.12.2007 auf nun 17,5 Mio. € deutlich zurück.

Die Nettoverschuldung des Konzerns konnte indes kräftig von rund 9,8 Mio. € Ende 2007 auf rund 3,1 Mio. € zum 31.12.2008 reduziert werden. Neben dem positiven freien Cash Flow von 1,86 Mio. € im Geschäftsjahr 2008 zeigte sich hierfür auch die im November 2008 durchgeführte und vollständig von Comarch gezeichnete Kapitalerhöhung verantwortlich. Insgesamt belief sich der Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung auf 4,91 Mio. €.

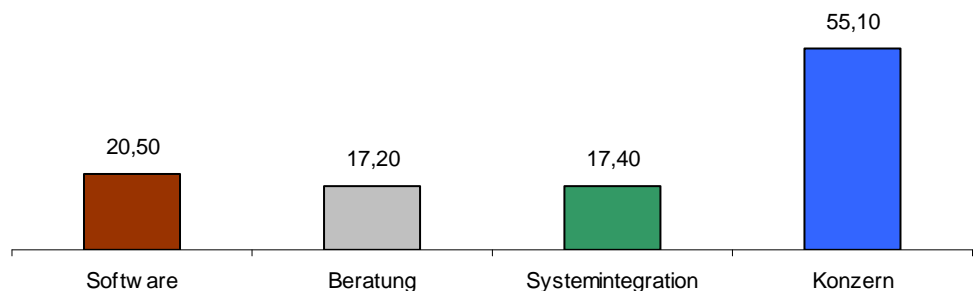
Prognose und Ausblick

Aktuell bewegt sich die SoftM AG in einem schwierigen Marktumfeld, in dem sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den letzten Wochen und Monaten merklich eingetrübt haben. Einer aktuellen Studie von Pierre Audoin Consultants (PAC) zufolge, wird ein signifikanter Rückgang für den ERP-Markt (50 bis 2.500 Mitarbeiter) in Deutschland für das laufende Jahr 2009 um 5,5 % auf dann 1.159 Mio. € prognostiziert. Wir gehen allerdings davon aus, dass sich die SoftM AG im laufenden Geschäftsjahr der schwierigen makroökonomischen Lage zwar nicht vollständig entziehen kann, sich jedoch besser als die Branche entwickeln wird.

Dabei unterstellen wir, dass sich die Lizenzverkäufe für SoftM Semiramis auch in 2009 auf einem hohen Niveau bewegen werden. Der indirekte Vertriebskanal mit aktuell 25 Implementierungspartnern wird nach unserer Einschätzung in 2009 wieder wichtige Impulse liefern. Kürzlich hat ein großes italienisches Systemhaus SoftM Semiramis in sein Portfolio aufgenommen. Interessante Perspektiven ergeben sich auch aus der starken Marktpräsenz von Comarch in Osteuropa, wo SoftM bereits mit zwei Tochtergesellschaften in Polen und Tschechien vertreten ist. Der Comarch-Konzern ist in Osteuropa flächendeckend mit den notwendigen Vertriebs- und Servicesressourcen vertreten, um die internationale Expansion von SoftM Semiramis entsprechend zu unterstützen und voranzutreiben. Auch wenn dank Comarch bereits ein neuer Partner in Russland gewonnen werden konnte, erwarten wir, dass sich die Lizenzverkäufe von SoftM Semiramis in Osteuropa im laufenden Jahr noch auf einem moderaten Niveau bewegen werden. Die Wartungserlöse für SoftM Suite sollten weiterhin für einen stabilen Erlösstrom in 2009 sorgen. Für die beiden Geschäftsbereiche Software und Beratung rechnen wir für das laufende Jahr 2009 mit Umsatzerlösen von 20,50 Mio. € beziehungsweise 17,20 Mio. €.

Im Geschäftsbereich Systemintegration erwarten wir den stärksten prozentualen Umsatzrückgang. Unsere Prognosen sehen hier einen Wert von 17,40 Mio. € vor, was einem Rückgang von 6,5 % entspricht. SoftM konnte hier als Full-Service Anbieter für IT-Infrastruktur bereits operative Fortschritte erzielen, allerdings wurde in 2008 bewusst auf margenschwächeres Volumengeschäft verzichtet. Dies macht sich auch in der deutlich gestiegenen Marge des Segments Systemintegration von 2,2 % in 2007 auf 4,8 % in 2008 bemerkbar. Die nachstehende Graphik zeigt die erwarteten Umsatzerlöse nach Geschäftsbereichen für das laufende Jahr.

Erwartete Umsätze nach Bereichen in 2009 (in Mio. €)



Quelle: GBC

Die Rohertragsmarge sollte sich aufgrund der weiteren Umsatzverteilung zu Gunsten der Bereiche Software und Beratung in 2009 leicht erhöhen. Des Weiteren hat SoftM angekündigt, die Investitionen in Forschung und Entwicklung zu erhöhen. Hierzu wird ein Entwicklungsteam mit mehr als 30 Personen bei dem neuen Mehrheitsaktionär Comarch in Warschau bis Ende 2009 aufgebaut. Den zusätzlichen FuE-Aufwand schätzen wir für 2009 auf rund 1 Mio. €. Aber auch an den Standorten München sowie Hannover soll der Personalaufbau in den Bereichen Beratung und Vertrieb respektive Produktmanagement und Qualitätssicherung vorangetrieben werden. Folglich rechnen wir in 2009 mit einem moderat ansteigenden Personalaufwand. Allerdings sollten die aktivierten Eigenleistungen trotz der höheren FuE-Kosten um rund 0,7 Mio. € unterhalb der Vorjahreshöhe von 2,30 Mio. € liegen.

Das EBITDA sehen wir für 2009 bei 2,35 Mio. €, was einer EBITDA-Marge von 4,3 % entspricht. Die Abschreibungen sollten nach der Sonderabschreibung auf die aktivierten Eigenleistungen für SoftM Sharknex sowie den niedrigeren Investitionen in den letzten beiden Jahren deutlich auf 3,20 Mio. € zurückgehen. Das Finanzergebnis wird sich infolge der gesunkenen Nettoverschuldung im Jahr 2009 weiter verbessern. Hier rechnen wir mit einem leicht negativen Wert von -0,10 Mio. €.

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. 3,00 % (bisher: 4,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarkttrenditen 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 1,56 ermittelt. Hierbei unterstellen wir eine leicht überdurchschnittliche Konjunktursensitivität der Gesellschaft.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,59 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risiko-
prämie). Somit ergibt sich auch ein WACC von 9,4 %.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,6
Gewicht in %	65,0
Fremdkapitalkosten	7,0
Gewicht in %	35,0
Taxshield in %	22,5
WACC	9,4

SoftM AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,0%	ewige EBITA - Marge	5,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	36,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	55,10	57,50	60,95	64,61	68,48	72,59	76,95	81,56	
US Veränderung	-2,6%	4,4%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	7,35	7,88	8,71	9,14	9,50	9,87	10,26	10,26	
EBITDA	2,35	3,59	5,49	5,81	6,16	6,53	6,93	7,34	
EBITDA-Marge	4,3%	6,2%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	
EBITA	-0,55	0,89	2,86	3,29	3,62	3,94	4,28	4,64	
EBITA-Marge	-1,0%	1,5%	4,7%	5,1%	5,3%	5,4%	5,6%	5,7%	5,7%
Steuern auf EBITA	0,00	-0,27	-0,86	-0,99	-1,09	-1,18	-1,28	-1,39	
zu EBITA	0,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-0,55	0,62	2,00	2,31	2,53	2,76	2,99	3,25	
Kapitalrendite	-4,8%	5,4%	17,0%	19,6%	20,9%	21,9%	23,0%	24,0%	23,1%
Working Capital (WC)	4,00	4,50	4,77	5,06	5,36	5,68	6,03	6,39	
WC zu Umsatz	7,3%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	
Investitionen in WC	-0,46	-0,50	-0,27	-0,29	-0,30	-0,32	-0,34	-0,36	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	7,50	7,30	7,00	7,07	7,21	7,36	7,50	7,95	
AFA auf OAV	-2,90	-2,70	-2,63	-2,52	-2,55	-2,60	-2,65	-2,70	
AFA zu OAV	38,7%	37,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	36,0%	
Investitionen in OAV	-2,58	-2,50	-2,33	-2,59	-2,69	-2,74	-2,80	-3,15	
Investiertes Kapital	11,50	11,80	11,77	12,13	12,57	13,04	13,53	14,34	
EBITDA	2,35	3,59	5,49	5,81	6,16	6,53	6,93	7,34	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,27	-0,86	-0,99	-1,09	-1,18	-1,28	-1,39	
Investitionen gesamt	-3,04	-3,00	-2,60	-2,88	-2,99	-3,06	-3,14	-3,51	
Investitionen in OAV	-2,58	-2,50	-2,33	-2,59	-2,69	-2,74	-2,80	-3,15	
Investitionen in WC	-0,46	-0,50	-0,27	-0,29	-0,30	-0,32	-0,34	-0,36	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,69	0,32	2,03	1,95	2,09	2,29	2,51	2,44	40,71
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	30,80	33,39							
Barwert expliziter FCFs	9,14	9,69							
Barwert des Continuing Value	21,66	23,70							
Nettoschulden (Net debt)	3,68	3,36							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	27,12	30,03							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	27,12	30,03							
Ausstehende Aktien in Mio.	6,480	6,480							
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,19	4,63							

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,56
Eigenkapitalkosten	11,6%
Zielgewichtung	65,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	35,0%
Taxshield	22,5%
WACC	9,4%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC									
	7,4%	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%	10,9%	11,4%	
15,1%	4,07	3,71	3,40	3,14	2,92	2,73	2,56	2,41	2,28	
17,1%	4,57	4,14	3,79	3,49	3,24	3,01	2,82	2,65	2,50	
19,1%	5,06	4,58	4,18	3,84	3,55	3,30	3,08	2,89	2,72	
21,1%	5,55	5,02	4,57	4,19	3,87	3,59	3,35	3,13	2,94	
23,1%	6,05	5,46	4,96	4,54	4,19	3,88	3,61	3,37	3,16	
25,1%	6,54	5,89	5,35	4,89	4,50	4,16	3,87	3,61	3,38	
27,1%	7,03	6,33	5,74	5,24	4,82	4,45	4,13	3,85	3,60	
29,1%	7,52	6,77	6,13	5,60	5,14	4,74	4,39	4,09	3,82	
31,1%	8,02	7,20	6,52	5,95	5,45	5,03	4,66	4,33	4,04	

Fazit

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2008 war geprägt durch strategische Maßnahmen. Im Mittelpunkt stand hier natürlich die Übernahme durch Comarch, welche nun mit über 80 % der SoftM-Anteile der neue Mehrheitsaktionär ist. Des Weiteren kann der Konzern auf ein erfolgreich verlaufenes Geschäftsjahr 2008 zurückblicken. Bei leicht rückläufigen Umsätzen auf Konzernebene konnte das EBITDA im Gesamtjahr 2008 deutlich auf 3,75 Mio. € gesteigert werden. Mit der ERP-Lösung SoftM Semiramis verfügt die Gesellschaft über ein technologisch führendes Produkt mit Fokus auf mittelständische Unternehmen. Allein im Jahr 2008 konnten 46 Neukunden für SoftM Semiramis durch den direkten Vertriebskanal sowie über das Partnernetzwerk gewonnen werden, so dass sich SoftM Semiramis mittlerweile bei über 300 Unternehmen im Einsatz befindet.

Auch die finanzielle Situation von SoftM hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr weiter verbessert. Dank des hohen operativen Cash Flows sowie der Kapitalerhöhung im November 2008 konnte die Gesellschaft die Nettoverschuldung um mehr als 8 Mio. € in den letzten beiden Jahren zurückführen und ist nun wieder annähernd frei von Bankverbindlichkeiten.

Auf mittlere Sicht erwarten wir uns erhebliche Vorteile für SoftM durch den neuen Großaktionär Comarch sowohl auf der Entwicklungsebene als auch hinsichtlich des Vertriebstempos, hier insbesondere für den osteuropäischen Markt, sowie der Servicequalität.

SoftM wird sich nach unserer Einschätzung nicht vollständig dem schwierigen Marktumfeld entziehen können. Daher erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr 2009 leicht rückläufige Umsatzerlöse in Höhe von 55,10 Mio. €. Während sich die Umsatzentwicklung in den beiden Geschäftsbereichen Software und Beratung relativ stabil verhalten sollten, rechnen wir für den Bereich Systemintegration mit weiteren Umsatzrückgängen. Das EBITDA sollte nach unserer Schätzung im Jahr 2009 mit 2,35 Mio. € aber deutlich positiv ausfallen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der SoftM AG auf Basis 2009 einen fairen Wert in Höhe von 4,19 € (bisher: 4,43 €) ermittelt. Auf Grundlage des aktuellen Aktienkurses von 2,60 € sehen wir die Aktie von SoftM als unterbewertet an. Wir behalten unsere positive Einschätzung für die Aktie von SoftM bei und bestätigen daher unsere Empfehlung KAUFEN .

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 Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
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>

§ 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 Wertpapiere 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. Kfm., 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



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