



GBC® German Business Concepts

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

**Initial Coverage
(Ersteinschätzung)**

SoftM Software und Beratung AG

Unentdeckter IT-Spezialist mit attraktivem Potenzial

9. Juni 2006

Rating: KAUFEN

SoftM

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17**



RESEARCH REPORT

SoftM AG

Rating:
KAUFEN

Analysten:
Manuel Hoelzle
hoelzle@gbconcepts.de
Philipp Leipold
leipold@gbconcepts.de

ISIN: DE0007249104

Kürzel: FTM

Kurs 08.06.2006: 4,95 Euro

Branche: Software

Anzahl Aktien:
4,98 Mio. Stück

Marktkapitalisierung:
25,15 Mio. Euro

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Unternehmenskontakt

SoftM Software und Beratung AG
Friedrich Koopmann
Messerschmittstr. 4
80992 München

Tel.: +49-89-14329-1199
Fax: +49-89-14329-1113

www.softm.com
ir@softm.com

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 über 470 Mitarbeiter in sechs verschiedenen Ländern. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich dabei in die drei Geschäftsbereiche Standardsoftware, Beratung und Systemintegration. Über 4200 Kunden nutzen bereits die Softwarelösungen von SoftM. Kernprodukt im Segment Standardsoftware ist die selbst entwickelte Software SoftM Suite. Ab April 2006 ist die in Zusammenarbeit mit der Schweizer Firma Bison AG neu entwickelte betriebswirtschaftliche Software Greenax zum Vertrieb frei gegeben. Hinzu kommen nochmals rund 1000 Kunden im Geschäftsfeld Systemintegration. Im Geschäftsjahr 2005 erzielte die SoftM AG Umsatzerlöse in Höhe von 80,6 Mio. Euro bei einem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 7,3 Mio. Euro.



Fundamentale Daten und Schätzung

In Mio. Euro	2005	2006e	2007e
Umsatzerlöse	80,60	82,5	93,0
EBITDA	7,33	7,40	8,70
EBIT	2,10	2,25	3,70
Jahresüberschuss	1,10	1,25	2,05
Gewinn pro Aktie	0,22	0,25	0,42
Dividende pro Aktie	0,08	0,10	0,15
EBITDA-Marge	9,10%	8,97%	9,35%
EBT-Marge	2,59%	2,67%	3,98%
Umsatzrendite	1,33%	1,52%	2,20%
EV/Umsatz	0,31	0,31	0,26
EV/EBITDA	3,41	3,50	2,78
EV/EBIT	11,99	11,77	6,53



Komplette ERP-Lösung
aus einer Hand

Kernprodukt SoftM Suite,
neues ERP-Produkt Gree-
nax

Geschäftstätigkeit

Die SoftM AG mit Hauptsitz in München ist ein führender Anbieter von kompletten IT-Lösungen für den Mittelstand und zudem das größte Softwarehaus für die Serverplattform IBM iSeries in Deutschland. Die SoftM AG betreut mit 470 Mitarbeitern rund 4200 Kunden an insgesamt 19 Standorten. SoftM hat dabei Niederlassungen in den Ländern Deutschland, Tschechien, Österreich, Schweiz, Frankreich und Polen. Die Geschäftstätigkeit der SoftM AG umfasst dabei die drei Geschäftsbereiche Standardsoftware, Beratung und Systemintegration. Damit kann SoftM den Kunden eine komplette Lösung von Software, Services und Hardware aus einer Hand anbieten.

Geschäftsfeld Standardsoftware

Dieser Bereich ist zuständig für die Entwicklung und den Vertrieb betriebswirtschaftlicher Standardsoftware und fokussiert vornehmlich mittelständische Unternehmen aus den Branchen Handel, Logistik sowie die Prozessindustrie. Das Kernprodukt in diesem Bereich ist die im Jahr 2000 eingeführte ERP-Software SoftM Suite, mit der sich die Geschäftsprozesse mittelständischer Unternehmen durchgängig abbilden lassen. SoftM Suite umfasst Funktionalitäten für die Anwendungsbereiche Supply Chain Management (SCM), Customer Relationship Management (CRM), Financials, Business Intelligence, Human Resources und e-Business. SoftM Suite ist dabei auf verschiedenen Systemplattformen einsetzbar. Neben der Serverplattform iSeries/i5 ist auch der Einsatz auf Windows möglich. Die Produktlinien Schilling Software und DKS im Bereich Rechnungswesen, die beide auf der Systemplattform IBM i5 laufen, runden die Angebotspalette ab. Anlässlich der CeBIT 2006 hat SoftM zusammen mit Bison mit Greenax eine neue auf dem J2EE-Standard basierende ERP-Software vorgestellt. Die Software richtet sich als Warenwirtschaftslösung zunächst an Handelsunternehmen. Als neues Softwareprodukt kommt noch die Dokumentmanagementlösung Infostore von der im Juli 2006 übernommenen Solitas Informatik AG hinzu.

Geschäftsfeld Beratung

Dieser Bereich bietet Beratungs- und Serviceleistungen für die Einführung und den Support der Softwarelösungen von SoftM sowie ergänzender Produkte an. Dazu gehören zunächst vielfältige Analysen (z.B. der Geschäftsprozesse und Systeme), denen diverse Beratungs- und Programmierleistungen einschließlich Projekt- und Qualitätsmanagement folgen. Schulungs- und Beratungsdienstleistungen runden das Servicespektrum ab. Hier kommt SoftM die große Basis an Bestandskunden zu Gute, die auch in konjunkturell schwächeren Phasen für eine stabile Auslastung sorgen.

Geschäftsfeld Systemintegration

Im dem Bereich Systemintegration werden Produkte und Dienstleistungen rund



Führender Vertriebspartner für IBM i5

(Fortsetzung von Seite 3)

um die IT-Infrastruktur angeboten. SoftM ist dabei einer der führenden Vertriebspartner für die Systemplattform IBM i5 in Deutschland. Neben dem Verkauf von Hardware (z.B. IBM i5-, pSeries- und xSeries-Server, Storage Lösungen) erbringt SoftM eine Reihe zusätzlicher Dienstleistungen rund um das Thema Systemintegration (z.B. Installationservices, Netzwerktopologie und Speicher- und Sicherheitslösungen).

Marktstellung

Bei dem Markt für betriebswirtschaftliche Standard-Software handelt es sich um einen gereiften Markt, der durch Sättigungstendenzen und Ersatzbeschaffungen auf Seiten der Unternehmen geprägt ist. Die Marktanteile sind mehrheitlich verteilt. Die Marktstruktur ist auf der einen Seite durch die drei großen Softwareanbieter SAP, Oracle sowie Microsoft gekennzeichnet. Auf der anderen Seite agieren eine Reihe von kleineren Softwareunternehmen, die sich oftmals mit einer speziellen Branchenorientierung auf mittelständische Unternehmen fokussieren. In der Vergangenheit war ein deutlicher Konsolidierungsprozess unter den Anbietern im ERP-Markt zu verzeichnen. Neben den großen Softwareherstellern gehörten auch diverse Private-Equity-Gesellschaften (Golden Gate Capital, Ad Astra und Carlyle) zu den Marktakteuren, die den Konzentrationsprozess aktiv mitgestalteten. Wir gehen davon aus, dass dieser Konzentrationsprozess auch in Zukunft anhalten und sogar noch an Dynamik gewinnen wird.

Konsolidierungsprozess in der Branche sollte weiter an Dynamik gewinnen

In Deutschland rechnet das Marktforschungsinstitut IDC mit einem Marktvolumen von etwas über 2 Milliarden Dollar im Jahr 2006 für ERP Lizenzen und Wartung. Dies entspricht einem Plus von 4,4 Prozent gegenüber 2005. Überdurchschnittliches Wachstum kommt hierbei aus dem Mittelstand, während sich die Umsätze mit Großunternehmen unterproportional entwickeln sollen.

SoftM mit starker Marktstellung

Auf dem Markt für Standardsoftware gehört SoftM mit einem Umsatzvolumen von 37,6 Mio. Euro zu den mittelgroßen Anbietern. Durch die erfolgreiche Fokussierung auf ausgewählte Branchen (z.B. Handel, Logistik, Nahrung, Pharma, Kosmetik und Chemie) und Spezialisierung auf den Mittelstand nimmt SoftM in diesen Marktnischen eine sehr starke Marktstellung ein. Aufgrund des hohen Spezialisierungsgrades der Software in diesen Branchen sind die Markteintrittsbarrieren als hoch einzustufen.

Marktumfeld

Branchenverband BITKOM sieht weiteres Wachstum für den IT-Markt

Der Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien (BITKOM) blickt mit wachsendem Optimismus in das Jahr 2006. Laut BITKOM wird für das Jahr 2006 ein Anstieg des ITK-Marktes um 2,4 Prozent auf ein Volumen von 137,4 Mrd. Euro prognostiziert. Haupttreiber dieses Wachstums sind vor allem die Teilmärkte Software und IT-Dienstleistungen. Für den Teilmarkt Software erwartet BITKOM ein Wachstum von 5,5 Prozent in 2006 bzw. 5,2 Prozent und 2007. Für den Teilmarkt IT-Services werden Wachstumsraten von jeweils 4,5 Prozent in 2006 und 2007 vorhergesagt. Die Wachstumsraten für IT-Hardware



EITO ebenfalls optimistisch für 2006 und 2007

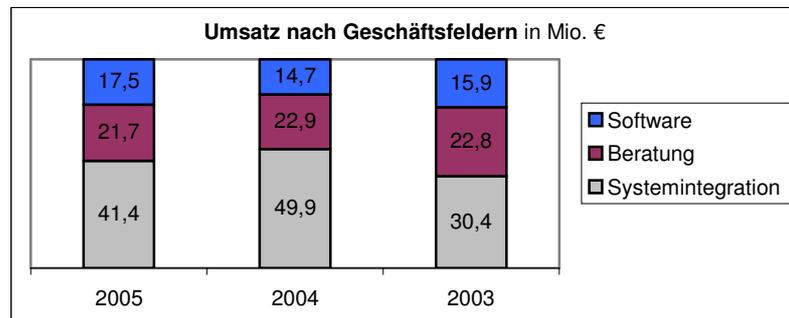
(Fortsetzung von Seite 4)

werden bei 0,6 Prozent im Jahr 2006 und 0,9 Prozent im Jahr 2007 gesehen. Das European Information Technology Observatory (EITO) geht davon aus, dass der Markt für Informationstechnik und Telekommunikation in Europa im Jahr 2006 um 3,2 Prozent wachsen wird. Für den Bereich Hardware rechnen die EITO-Experten mit einem moderaten Zuwachs von 2,5 Prozent in 2006 und 2,2 Prozent im kommenden Jahr. Der Bereich IT-Services soll 2006 um voraussichtlich 5,0 Prozent und 2007 um 5,3 Prozent wachsen. Ähnlich dynamisch werden die Wachstumsraten für das Segment Software mit einem Plus von 5,7 Prozent in 2006 bzw. 5,8 Prozent in 2007 gesehen. Für Deutschland erwartet EITO ein jährliches Wachstum des IT-Marktes von jeweils 3,4 Prozent in 2006 und 2007.

Umsatzerlöse im Jahr 2005 rückläufig

Geschäftsentwicklung im Jahr 2005

Der SoftM Konzern konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2005 Umsatzerlöse in Höhe von 80,6 Mio. Euro erwirtschaften. Dies entspricht einem Rückgang von 8 Prozent gegenüber dem Geschäftsjahr 2004. In 2004 erzielte SoftM Umsätze in Höhe von 87,5 Mio. Euro. Rund 91 Prozent der Umsätze wurden im Kernmarkt Deutschland erzielt. Die Gesamtumsätze des SoftM Konzerns verteilten sich hierbei auf die drei Geschäftsfelder wie folgt:



Quelle: Unternehmensangaben

Weniger Umsatz im Bereich Systemintegration aufgrund Preissenkungen von IBM

Ursächlich für die rückläufige Entwicklung des Konzernumsatzes war das geringere Umsatzvolumen des Geschäftsbereiches Systemintegration. Nach Umsatzerlösen in Höhe von 49,9 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2004 wurde in 2005 ein Umsatz von 41,4 Mio. Euro generiert. Über alle Quartale hinweg erzielte der Bereich Systemintegration in 2005 niedrigere Umsatzwerte als im vorherigen Geschäftsjahr 2004, wobei diese Diskrepanz im ersten und im dritten Quartal besonders hoch ausfiel. Neben dem Ausbleiben von Großaufträgen wie in 2004 waren starke Preissenkungen der IBM für die Computer-Reihe iSeries sowie für Storage-Systeme die Hauptgründe für die niedrigeren Umsätze im Bereich Systemintegration.

Erfreuliche Entwicklung im Bereich Standardsoftware

Erfreulich verlief die Geschäftsentwicklung im Bereich Standardsoftware. Hier konnten die Umsatzerlöse um knapp 20 Prozent von 14,7 Mio. Euro in 2004 auf 17,5 Mio. Euro im Geschäftsjahr 2005 gesteigert werden. Insbesondere im vierten Quartal 2005 konnten einige größere Aufträge als Umsatz fakturiert werden, so



(Fortsetzung von Seite 5)

dass der Umsatz im letzten Quartal 2005 auf ein Rekordniveau von 6 Mio. Euro anstieg. Auf Quartalsbasis entspricht dies dem höchsten Umsatzniveau, welches SoftM bislang in diesem Geschäftsfeld erzielt hat. Nach Angaben des Managements war ab dem dritten Quartal eine Nachfragebelebung von Kundenseite zu spüren. Die Lizenzumsätze betragen im Jahr 2005 rund 6 Mio. Euro, während die Wartungserlöse bei rund 11,5 Mio. Euro lagen. Zum 1. Juli 2005 wurde die Solitas Informatik AG mit Sitz in Buchs (Schweiz) übernommen. Kernprodukt der Solitas ist die Dokumentmanagementlösung Infostore. Solitas trug mit einem Umsatzvolumen von rund 1,9 Mio. Euro mit zum Umsatzwachstum im Geschäftsfeld Standardsoftware bei.

Beratungserlöse gegenüber Vorjahr leicht schwächer

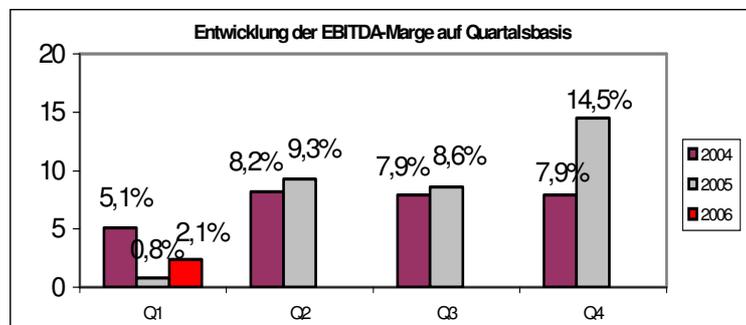
Die EBITDA-Marge von 8,6 Prozent in 2004 auf 9,1 Prozent im Jahr 2005 gesteigert

Sehr starkes Schlussquartal im abgelaufenen Jahr 2005

Der dritte Geschäftsbereich Beratung erzielte im Geschäftsjahr 2005 einen Umsatz in Höhe von 21,7 Mio. Euro, was einem leichten Rückgang gegenüber dem Jahr 2004 entspricht, als Umsatzerlöse in Höhe von 22,9 Mio. Euro in diesem Geschäftsfeld erwirtschaftet worden sind.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) im Geschäftsjahr 2005 konnte annähernd auf dem Niveau des Vorjahres gehalten werden. Die Margensituation konnte aber weiter verbessert werden. Nach einem EBITDA in Höhe von 7,5 Mio. Euro in 2004 lag das EBITDA in 2005 bei 7,3 Mio. Euro. Die EBITDA-Marge legte dagegen von 8,6 Prozent in 2004 auf jetzt 9,1 Prozent im abgelaufenen Geschäftsjahr 2005 zu. Die Umsatzverteilung hin zu den margenträchtigeren Bereichen Standardsoftware und Beratung hatte zur Folge, dass die Materialaufwandsquote gegenüber 2004 deutlich von knapp 50 Prozent auf rund 46 Prozent in 2005 gesenkt werden konnte. Die Personalaufwendungen erhöhten sich nur marginal um 0,3 Mio. Euro auf 27,8 Mio. Euro. Zum Ende des Geschäftsjahres beschäftigte der SoftM Konzern 469 Mitarbeiter.

Mit Ausnahme des schwachen ersten Quartals 2005 schaffte es SoftM die Margensituation in den folgenden Quartalen im Vergleich zum Vorjahr sukzessive zu verbessern. Außerordentlich stark gestaltete sich das umsatzstärkste vierte Quartal 2005 mit einer extrem hohen EBITDA-Marge von 14,5 Prozent. Ein Blick auf die untenstehende Graphik veranschaulicht den positiven Trend bei der Margenentwicklung der SoftM.



Quelle: Unternehmensangaben



EBT aufgrund Wegfall der Goodwill-Abschreibungen verdoppelt

Historisch hoher operativer Cash-Flow und niedrige Nettoverschuldung...

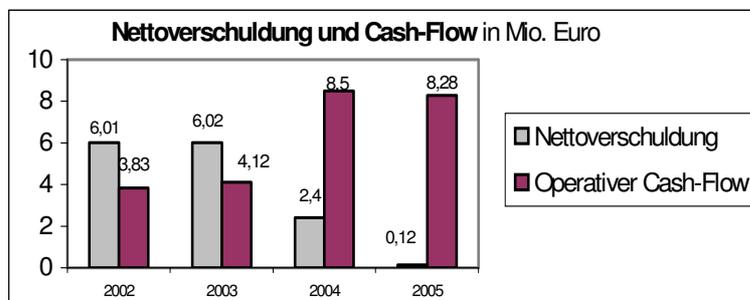
...ermöglicht auch Übernahmen

Ordentlicher Start ins Geschäftsjahr 2006

(Fortsetzung von Seite 6)

Das Ergebnis vor Steuern (EBT) konnte in 2005 im Vergleich zum Vorjahr um mehr als eine Mio. Euro von 1,07 Mio. Euro auf 2,09 Mio. Euro gesteigert werden. Zu berücksichtigen ist hierbei als bedeutender Effekt der Wegfall der laufenden Firmenwertabschreibungen. Durch die Umstellung auf die Rechnungslegung IFRS fielen in 2005 keine weiteren Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert mehr an, so dass die Abschreibungen mit 5,2 Mio. Euro gegenüber 6,3 Mio. Euro in 2004 deutlich geringer ausfielen. Des Weiteren konnte aufgrund der weiter verbesserten Bilanzstruktur ein leicht positives Finanzergebnis in 2005 erzielt werden. Als belastender Faktor wirkte sich eine Sonderabschreibung auf den Firmenwert in Höhe von 0,4 Mio. Euro aus. Ansonsten wäre das EBT mit 2,5 Mio. Euro noch höher ausgefallen. Bei einer Steuerquote von 38,3 Prozent betrug der Jahresüberschuss nach Minderheiten 1,1 Mio. Euro.

Die bilanzielle Situation der SoftM ist als gesund und solide zu bezeichnen. Gemäß unserer Einschätzung sind keine nennenswerten Risiken in der Bilanz enthalten. Zum 31.12.2005 belief sich die Eigenkapitalquote auf 47 Prozent. Bei einem Eigenkapital von 18,91 Mio. Euro lag der Buchwert pro Aktie bei 3,8 Euro. Die langfristigen Verbindlichkeiten beliefen sich zum 31.12.2005 lediglich auf 2,35 Mio. Euro, wovon 2,2 Mio. Euro auf passive latente Steuern entfielen. Die Nettoverschuldung konnte in den letzten Jahren trotz einiger Akquisitionen fast vollständig zurückgefahren werden und betrug zum 31.12.2005 0,12 Mio. Euro. Die nachfolgende Graphik zeigt die Entwicklung der Nettoverschuldung sowie des operativen Cash-Flows für den Zeitraum 2002 bis 2005.



Quelle: Unternehmensangaben

Der stetig positive operative Cash-Flow ermöglichte es der Gesellschaft in der Vergangenheit neben den notwendigen Investitionen in den Geschäftsbetrieb auch einzelne Übernahmen zu finanzieren und die Finanzverbindlichkeiten deutlich zu reduzieren.

Geschäftsentwicklung im ersten Quartal 2006

Die SoftM AG ist mit einem ordentlichen ersten Quartal in das angelaufene Geschäftsjahr 2006 gestartet. Der SoftM Konzern konnte die Umsatzerlöse im für IT-Unternehmen traditionell schwächeren ersten Quartal gegenüber der Vorjahresperiode um 7 Prozent von 16,6 Mio. Euro auf 17,8 Mio. Euro steigern.



Anstieg der Lizenzverkäufe um über 20 Prozent im ersten Quartal 2006

Erstes Quartal 2006 noch durch einmalige Sonderaufwendungen belastet ...

...EBIT aber weiter verbessert

Cash-Flow im ersten Quartal 2006 erneut stark

(Fortsetzung von Seite 7)

Neben dem Segment Systemintegration trug vor allem der Bereich Standardsoftware mit zum Wachstum bei. Das Geschäftsfeld Standardsoftware konnte aufgrund gestiegener Lizenz- und Wartungseinnahmen ein überproportionales Umsatzwachstum von 20 Prozent gegenüber dem ersten Quartal 2005 vorweisen. Mitverantwortlich für diesen starken Anstieg ist die Konsolidierung der im August 2005 übernommenen Solitas Informatik AG. Auch der Auftragseingang für Softwarelizenzen legte mit 1,1 Mio. Euro gegenüber 0,8 Mio. Euro im Vorjahr deutlich zu. Das Geschäftsfeld Systemintegration erhöhte den Umsatz gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum um 9,1 Prozent von 7,7 Mio. Euro auf 8,4 Mio. Euro. Der dritte Geschäftsbereich Beratung musste im ersten Quartal 2006 einen geringen Umsatzrückgang von 5,4 Mio. Euro auf nun 5,2 Mio. Euro hinnehmen.

Das Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) legte gegenüber dem ersten Quartal 2005 deutlich von 0,1 Mio. Euro auf 0,4 Mio. Euro zu. Die EBITDA-Marge betrug somit im ersten Quartal 2006 2,1 Prozent gegenüber 0,8 Prozent im ersten Quartal 2005. Das operative Ergebnis hätte sich sogar noch wesentlich besser dargestellt, wären im ersten Quartal 2006 nicht hohe einmalige Marketingaufwendungen im Zusammenhang mit der Einführung der neuen Software Greenax angefallen. Wir schätzen diesen Posten auf rund 0,5 Mio. Euro, der sich in der Gewinn- und Verlustrechnung in der Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 2,7 Mio. Euro auf 3,5 Mio. Euro widerspiegelt. Ohne Berücksichtigung dieser einmaligen Aufwendungen hätte sich die EBITDA-Marge im Bereich von rund 4,5 Prozent bewegt.

Das Betriebsergebnis (EBIT) konnte im ersten Quartal 2006 leicht von -0,94 Mio. Euro auf -0,76 Mio. Euro verbessert werden. Die Abschreibungen lagen in etwa auf Vorjahreshöhe von 1,1 Mio. Euro. Dagegen beliefen sich die Investitionen in das Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögensgegenstände zusammen auf 0,77 Mio. Euro. Aufgrund weiter verbesserter Bilanzrelationen im Vergleich zum Vorjahreszeitpunkt konnte SoftM das Finanzergebnis leicht von 0,02 Mio. Euro auf 0,04 Mio. Euro verbessern.

Das Ergebnis vor Steuern (EBT) fiel wie im Vorjahresquartal mit -0,72 Mio. Euro (Vorjahr: -0,93 Mio. Euro) erneut negativ aus. Durch die Bildung aktiver latenter Steuern blieb unter dem Strich ein Jahresfehlbetrag in Höhe von -0,43 Mio. Euro (Vorjahr: -0,59 Mio. Euro) in der Gewinn- und Verlustrechnung stehen.

Der Cash-Flow aus laufender Geschäftstätigkeit in Höhe von 6,4 Mio. Euro (Vorjahr: 11,9 Mio. Euro) fiel auch im ersten Quartal 2006 wieder deutlich positiv aus. Der Grund dafür, dass der operative Cash-Flow im ersten Quartal in der Regel überproportional hoch ausfällt, hängt damit zusammen, dass eine Reihe von Kunden die Gebühren für Wartungsverträge zu Beginn des Geschäftsjahres bezahlen. Der Cash-Flow aus Investitionstätigkeit belief sich auf -0,77 Mio. Euro, wovon die Investitionen in das immaterielle Anlagevermögen in Höhe von 0,65 Mio. Euro fast vollständig in der Gewinn- und Verlustrechnung aktiviert worden sind.



(Fortsetzung von Seite 8)

Unternehmensstrategie

In den vergangenen Quartalen wurden drei wesentliche strategische Weichenstellungen (Einführung Greenax, Positionierung als Hauptzulieferer für Software und IT-Hardware, Anorganische Wachstumsstrategie) von der SoftM AG getroffen, um sich für die Zukunft zu rüsten und auch mittelfristig die Margensituation zu verbessern. Das Segment Software und Beratung hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2005 mit einem positiven EBIT in Höhe 0,4 Mio. Euro (Vorjahr: -0,8 Mio. Euro) zum Betriebsergebnis des Konzerns beigetragen, was einer ausbaufähigen EBIT-Marge von 1 Prozent entspricht. Hier sehen wir noch deutliches Margensteigerungspotential. Der Vorstand hat sich hier das ambitionierte Ziel gesetzt, die EBIT-Marge mittelfristig auf 10 Prozent zu steigern.

Im Vergleich dazu erwirtschaftete der Bereich Systemintegration im Jahr 2005 ein EBIT von 1,7 Mio. Euro. Die EBIT-Marge in diesem Segment betrug folglich 4,1 Prozent. Die Margen im Bereich Systemintegration haben in den vergangenen Jahren relativ stabil um diesen Wert geschwankt. Hier sehen wir die Möglichkeiten einer weiteren Ausweitung der Marge als begrenzt an.

Vor dem Hintergrund der noch ausbaufähigen Marge im Bereich Standardsoftware sind auch die eingeleiteten strategischen Weichenstellungen zu verstehen.

Einführung von Greenax

Im Mittelpunkt der jüngeren Unternehmensgeschichte stand die Neueinführung der Unternehmenssoftware Greenax, die in Zusammenarbeit mit der Bison Schweiz AG entwickelt worden ist. Greenax ist eine auf dem J2EE-Standard basierende ERP-Software, die sich als Warenwirtschaftslösung zunächst an die Zielbranche Handel richtet und im Jahr 2007 durch eine Rechnungswesen-Lösung ergänzt wird. Greenax adressiert dabei die stark wachsenden Systemplattformen Windows und Linux. Der Grund für die gemeinsame Zusammenarbeit zwischen SoftM und Bison ist neben der Senkung der Entwicklungskosten für SoftM auch in einer schnelleren und stärkeren Marktdurchdringung durch einen gemeinsamen Vertrieb zu sehen. Der Vertrieb soll je nach Region durch einen der Partner erfolgen. So obliegt die Vertriebsverantwortung für die Regionen Deutschland, Österreich, Frankreich, Benelux und Osteuropa der SoftM, während Bison für Schweiz, Italien und Spanien verantwortlich ist. Der Vertriebsstart erfolgte im April 2006.

Dabei ist es wichtig zu bemerken, dass sich Greenax an Neukunden aus dem Mittelstand richtet. Hauptzielgruppe sind hierbei Unternehmen mit einer Mitarbeiterzahl zwischen 50 und 1000. Eine Migration von der SoftM Suite auf Greenax ist aktuell nicht angedacht und für Kunden besteht bislang keine Option auf einen vorzeitigen Wechsel von der SoftM Suite auf Greenax. Aufgrund der langen Vertriebszyklen für Standard-Software, die in der Regel 6-9 Monate dauern, ist mit ersten Vertragsabschlüssen aber noch nicht vor Beginn des vierten Quartals 2006 zu rechnen. Auf der diesjährigen CeBIT stieß Greenax bereits auf ein hohes Kundeninteresse. Gegenüber den Vorjahren konnte SoftM auf der CeBIT die Anzahl der Produktkontakte um über 50 Prozent steigern.

Ausbaufähige EBIT-Marge im Segment Software und Beratung

Vertriebsstart der neuen Software Greenax im April 2006



(Fortsetzung von Seite 9)

Positionierung als Hauptzulieferer für Software und IT-Hardware sowie Ausschöpfen der Cross-Selling- Potentiale

Positionierung als Hauptzulieferer und verstärkte Hebung von Cross-Selling-Potenzialen

Des weiteren kann SoftM auf das Alleinstellungsmerkmal verweisen, dass die Bereiche Software und Beratung sowie Systemintegration den Kunden komplett aus einer Hand offeriert werden können. SoftM profitiert hierbei von dem langfristigen Trend, dass sich gerade mittelständische Unternehmen bei der Implementierung und Wartung ihrer IT-Infrastruktur immer mehr auf einen Lieferanten konzentrieren. Der Anteil der Eigenabdeckung innerhalb der Unternehmen geht sukzessive zurück. Die Strategie von SoftM besteht darin, sich verstärkt bei den Unternehmen als Hauptzulieferer zu positionieren, um so die Bedürfnisse der mittelständischen Unternehmen aus einer Hand bedienen zu können. Auch die bestehenden Cross-Selling-Potentiale sollen zukünftig stärker gehoben werden. Im Softwarebereich kann SoftM auf eine Basis von über 4200 Kunden zurückgreifen, während sich die Kundenanzahl im Bereich Hardware auf über 1000 beläuft. Zwischen diesen beiden teilweise unterschiedlichen Kundengruppen soll in Zukunft deshalb verstärkt Cross-Selling betrieben werden.

Anorganische Wachstumsstrategie

Weitere Übernahmen in Zukunft zu erwarten

Ein weiterer fester Bestandteil der Unternehmensstrategie von SoftM ist das anorganische Wachstum über gezielte Akquisitionen. Im Jahr 2004 erfolgte die Stärkung des Bereiches Systemintegration durch die vollständige Übernahme der Update Systemintegration. Der Umsatzbeitrag der Update in 2004 lag bei rund 16 Mio. Euro. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2005 erfolgte die Übernahme der Solitas Informatik AG mit Sitz in der Schweiz. Solitas ist ein Softwarehersteller für die Bereiche elektronische Archivierung und Dokumentenmanagement. Innerhalb des SoftM Konzerns werden die Ergebnisse der Solitas in dem Geschäftsbereich Software ausgewiesen. Im Jahr 2005 trug Solitas mit einem Umsatz in Höhe von 1,9 Mio. Euro zum Gesamtumsatz bei und es konnte ein leicht positives Ergebnis erwirtschaftet werden. In 2005 wurde das Ergebnis der Solitas dadurch belastet, dass ein großer Teil der Vertriebsmannschaft aufgrund des anstehenden Verkaufs die Gesellschaft verlassen hatte. Der Vertrieb wurde in der Zwischenzeit personell wieder verstärkt. Wir gehen davon aus, dass Solitas im laufenden Geschäftsjahr mit einem deutlich positiven Ergebnis von rund 0,3 Mio. Euro zum Konzernergebnis beitragen wird. Wir rechnen damit, dass SoftM auch in Zukunft an ihrer Strategie des externen Wachstums festhalten wird.

SWOT-Analyse:

Stärken

- Große Kundenbasis sowie stabile und langfristige Kundenbindungen
- Erfolgreiche Branchenfokussierung
- Software, Beratung und Systemintegration können den Kunden aus einer



(Fortsetzung von Seite 10)

Hand angeboten werden

- Hohe Wartungseinnahmen sorgen für Planungssicherheit

Schwächen

- Niedrige Margensituation im Softwarebereich
- Abhängigkeit von IBM und Systemplattform i5
- Markt für die Systemplattform i5 ist tendenziell rückläufig

Chancen

- Verstärkte Hebung von Cross-Selling-Potentialen
- Finanzielle Situation gewährt Freiraum für anorganisches Wachstum
- Marktakzeptanz der Software Greenax kann Umsatzschub bringen
- Greenax adressiert die stark wachsenden Systemplattformen Windows und Linux
- Hoher Margenhebel im Bereich der Standardsoftware

Risiken

- Kurze Kündigungsfristen bei Wartungsverträgen üblich
- Markt für Systemplattform i5 weiter rückläufig

Prognose der Unternehmensentwicklung

Moderater Umsatzanstieg
in 2006 erwartet

Die SoftM AG ist, wie bereits besprochen, positiv in das laufende Geschäftsjahr 2006 gestartet. Das operative Ergebnis wurde im ersten Quartal 2006 noch durch einmalige Aufwendungen im Zusammenhang mit der Neueinführung der neuen Software Greenax erheblich belastet. In dem kommenden Quartal ist jedoch hier nicht mehr mit wesentlichen Aufwendungen zu rechnen. Für das diesjährige Geschäftsjahr erwarten wir einen moderaten Umsatzanstieg um 2,4 Prozent von 80,6 Mio. Euro auf dann 82,5 Mio. Euro. Greenax wird in 2006 allerdings erst im vierten Quartal 2006 mit ersten Lizenzverkäufen unwesentlich zum Umsatz beisteuern. Hier erwarten wir ein Umsatzvolumen von rund einer Mio. Euro. Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) wird sich gemäß unserer Prognose auf 7,4 Mio. Euro belaufen. Das Ergebnis pro Aktie (EPS) sehen wir im Jahr 2006 bei 0,25 Euro. Damit liegen unsere Schätzungen für das Jahr 2006 im Rahmen dessen, was der Vorstand von SoftM für 2006 in Aussicht gestellt hat.



2007 soll deutliches Wachstum bei Umsatz und Ertrag zeigen

Positive Entwicklung der Margen ab 2007

(Fortsetzung von Seite 11)

Für das darauf folgende Geschäftsjahr 2007 erwarten wir eine weitere Umsatzsteigerung um 12,7 Prozent auf dann 93,0 Mio. Euro. Unsere Schätzung für die Umsatzerlöse im Jahr 2007 enthält kein weiteres anorganisches Wachstum. Wir gehen jedoch von einem weiter investitionsfreundlichen Marktumfeld in der IT-Branche aus. Greenax sollte nach unserer Einschätzung mit Lizenzverkäufen auf ein Umsatzvolumen in Höhe von rund 3-4 Mio. Euro kommen. Dabei erwarten wir leicht steigende Rohertragsmargen, da sich die Umsatzzusammensetzung weiter zugunsten der margenträchtigeren Geschäftsbereiche Software und Beratung verschieben wird. Das EBITDA wird sich nach unserer Einschätzung auf dann 8,7 Mio. Euro summieren. Das geschätzte EPS beläuft sich in 2007 auf 0,42 Euro.

Die Margensituation wird sich nach unserer Beurteilung in den nächsten beiden Jahren positiv entwickeln. Für dieses Jahr prognostizieren wir eine leicht rückläufige EBITDA-Marge von 8,97 Prozent, die im Jahr 2007 dann auf 9,35 Prozent ansteigt.

Für das Jahr 2008 haben wir zur Bewertung der SoftM ein Umsatzwachstum des SoftM Konzerns in Höhe von 5 Prozent unterstellt, welches sich in den Folgejahren schrittweise auf 3 Prozent abschwächt. Für den Endwert haben wir ein organisches Wachstum in Höhe der erwarteten durchschnittlichen Inflationsrate von 2 Prozent angenommen. Des weiteren haben wir für die EBITDA-Marge ab dem Jahr 2008 einen nachhaltigen Wert von 9,8 Prozent angenommen. Bei unseren Schätzungen haben wir die weitere Entwicklung der Software Greenax nur mit verhaltenen Annahmen mitberücksichtigt. Eine Abschätzung der Erfolgsaussichten von Greenax erscheint uns aktuell als zu früh. Sollten sich die Lizenz Erlöse aus dem Verkauf der neuen Software Greenax beginnend mit dem Jahr 2007 überaus positiv entwickeln, eröffnen sich hinsichtlich der Umsatzerlöse und der Margensituation zusätzliche Steigerungspotentiale.

Bewertung: Discounted-Cash-Flow Modell

In unserem 3-stufigen DCF-Modell nehmen wir über sieben Jahre explizite Prognosen zur Geschäftsentwicklung an. In der ersten Stufe werden über drei Jahresperioden detaillierte Schätzungen für die Gewinn- und Verlustrechnung ermittelt. In der zweiten Stufe werden über die weiteren vier Jahre mittels Plausibilitätsannahmen weitere Projektionen vorgenommen. Schließlich wird eine stetig weitergeführte Entwicklung in der dritten Phase unterstellt, die zum Barwert des sogenannten Continuing Value oder Endwertes führt.

Dabei fließen unsere obigen Prognosen in unser Bewertungsmodell ein. Anorganisches Wachstum haben wir nicht in unseren Schätzungen für die Investitionen berücksichtigt.

Auf Grundlage dieser Annahmen werden die frei verfügbaren Cash-Flows (Free-Cash-Flows) berechnet und nachfolgend mit dem gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) diskontiert. Der von uns zur Abzinsung herangezogene gewichtete Kapitalkostensatz beträgt 9,4 Prozent. Zur Herleitung des WACC sei auf Seite 16 verwiesen.



DCF-Analyse kommt auf einen fairen Wert von 7,33 Euro

Peer-Group Vergleich impliziert relative Unterbewertung

(Fortsetzung von Seite 12)

Demnach ergibt sich ein erwarteter fairer Wert für die Aktie der SoftM von 7,33 Euro zum Stichtag Ende des Geschäftsjahres 2006. Dieser faire Wert basiert auf der aktuell ausstehenden Aktienzahl von 4,914 Mio. (Die detaillierten Bewertungsannahmen und die Sensitivitätsanalyse können Sie auf Seite 15 entnehmen)

Analyse der Peer-Group der SoftM AG

Die abgebildete Tabelle gibt die Kennzahlen von 17 börsennotierten Aktiengesellschaften aus dem deutschsprachigen Raum im Sektor Software/IT wider. Wir haben drei Kennzahlen zum Vergleich herangezogen. Der Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value = EV) in Relation zum Umsatz in 2005, zum Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen in 2005 (EBITDA) und das Kurs-Buchwert-Verhältnis. Wir erkennen, dass die SoftM AG in allen 3 Kennzahlen deutlich niedriger bewertet ist, als der Medianwert der Peer-Group. Dies stützt die Erkenntnis aus der vorangegangenen DCF-Analyse, welche wie gezeigt auf eine deutliche Unterbewertung hinweist.

Unternehmen	EV/Umsatz 2005	EV/EBITDA 2005	Kurs-Buchwert- Verhältnis 2005
AC-Service	0,649	4,472	1,488
Articon Integralis	0,177	neg.	1,735
ATOSS SOFTWARE *	0,126	2,163	4,036
Bechtle	0,274	6,078	1,497
Cancom	0,118	7,014	1,206
ComputerLinks	0,282	6,037	1,578
Fabasoft	1,535	6,201	2,454
GFT Technologies	0,390	22,367	1,812
Mensch und Maschine	0,500	6,745	4,116
Nemetschek	1,548	9,420	3,835
P&I*	2,280	8,250	4,061
PC-Ware**	0,080	3,950	1,339
PSI**	0,585	neg.	2,233
SAP	5,583	18,751	8,725
SinnerSchrader	0,609	13,662	1,866
Software	2,191	10,165	2,786
USU Software	0,712	15,259	0,832
MEDIANWERTE	0,61	7,63	1,9
MITTELWERTE	1,09	8,58	2,7
SoftM	0,31	3,41	1,29

*Sonderausschüttung berücksichtigt

**auf Geschäftsjahr 2005/2006 bezogen zum. 31.3.2006.



Fazit

Bei der SoftM AG handelt es sich um ein fundamental betrachtet günstig bewertetes Softwareunternehmen, das seit über 30 Jahren am Markt für Unternehmenssoftware tätig ist und in der Vergangenheit erfolgreich unter Beweis gestellt hat, einen stetig positiven operativen Cash-Flow zu erwirtschaften. SoftM kann auf stabile und langjährig gewachsene Kundenbeziehungen verweisen. So sind einige mittelständische Unternehmen seit über 15 Jahren Kunde bei SoftM. Für das abgelaufene Geschäftsjahr schlagen Vorstand und Aufsichtsrat vor, eine Dividende in Vorjahreshöhe von 0,08 Euro anlässlich der Hauptversammlung am 22. Juni 2006 an die Anteilseigner auszuschütten. Für die kommenden Jahre erwarten wir weiter steigende Dividenden.

SoftM befindet sich auf einem guten Weg, die Margensituation nachhaltig zu verbessern. Das erste Quartal (bereinigt um die einmaligen Sonderaufwendungen für die Einführung von Greenax) kann als erstes Indiz dafür gewertet werden. Wir gehen davon aus, dass sich der Trend einer Verbesserung der Margensituation fortsetzen wird. Einen deutlichen Margensprung erwarten wir im Geschäftsjahr 2007. Den hohen Margenhebel sehen wir vor allem in dem Geschäftsfeld Standardsoftware. Greenax sollte im vierten Quartal 2006 mit ersten Lizenzverkäufen zum Umsatz des SoftM Konzerns beitragen. Für das darauf folgende Geschäftsjahr 2007 erwarten wir dann Umsatzerlöse in Höhe von 3 bis 4 Mio. Euro mit der Software Greenax.

Eine Vielzahl von verschiedenen Bewertungskennzahlen (EV/EBITDA, Peer-Group Vergleich und Discounted Cash-Flow-Modell) deuten auf eine Unterbewertung der SoftM-Aktie hin. Wir sehen in der Aktie der SoftM AG eine interessante Investmentmöglichkeit und haben mittels unseres Discounted Cash-Flow-Modells einen fairen Wert der SoftM-Aktie von 7,33 Euro errechnet. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau bedeutet dies ein Potential von fast 50 Prozent.



DCF-Modell - Bewertungsparameter

in Mio. EUR	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	Continued
Umsatz	82,50	93,00	97,65	101,56	105,62	108,79	112,05	114,29
Veränderung in %	2,4%	12,7%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	3,0%	2,0%
EBITDA-Marge	9,0%	9,4%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%	9,6%
EBIT	2,20	3,70	4,54	4,89	5,04	5,26	5,34	5,45
EBIT-Marge	2,7%	4,0%	4,7%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Taxrate	37,8%	37,8%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%
Working Capital	6,68	6,5	6,71	6,91	7,11	7,33	7,55	7,70
in % vom Umsatz	8,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Operatives AV	7,40	6,60	6,84	7,05	7,26	7,48	7,70	7,85
Umsatz zu op. AV	11,1	14,1	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0	14,0
Abschreibungen	-5,2	-5	-4,65	-4,58	-4,72	-4,79	-5,01	-5,11
Abschreibungen vom OAV	70,3%	75,8%	68,0%	65,0%	65,0%	64,0%	65,0%	65,0%
EBITDA	7,40	8,70	9,20	9,47	9,76	10,05	10,35	10,56
Steuern auf EBIT	-0,83	-1,40	-1,83	-1,99	-2,07	-2,16	-2,19	-2,24
Investitionen in AV	-3,74	-4,20	-5,12	-4,99	-5,19	-5,20	-5,44	-5,47
Veränderung Working Capital	-2,08	0,18	-0,34	-0,27	-0,28	-0,22	-0,23	-0,16
Investitionen Goodwill								
Gross Free Cashflow	0,75	3,28	2,30	2,55	2,63	2,75	2,79	2,99

Kapitalkosten		Valuation in Mio. EUR	GJ 2005	GJ 2006e	GJ 2007e	GJ 2008e
Eigenkapitalkosten	10,60%	Barwert expliziter FCFs	11,6	12,0	9,8	8,7
Gewicht in %	83%	Continuing Value	22,5	24,7	27,0	29,5
Fremdkapitalkosten	4,5%	Value of Operations	34,2	36,6	36,8	38,2
Gewicht in %	17%	Net debt	0,91	0,60	-2,15	-3,74
Taxshield in %	25%	Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
WACC	9,4%	Value of Equity	33,3	36,0	38,9	41,9
		Fremde Gewinnanteile	0,0	0,0	0,0	0,0
		Value of shareholder Equity	33,3	36,0	38,9	41,9
		Outstanding shares in Mio.	4,914	4,914	4,914	4,914
		Fair Value per share in Euro	6,77	7,33	7,92	8,52

Sensitivitätsanalyse

		Abzinsungsfaktor				
		8,4%	8,9%	9,4%	9,9%	10,4%
Ewige Wachstumsrate	1,0%	7,87	7,35	6,91	6,48	6,11
	1,5%	8,16	7,58	7,11	6,64	6,25
	2,0%	8,48	7,85	7,33	6,83	6,41
	2,5%	8,87	8,16	7,59	7,04	6,58
	3,0%	9,32	8,53	7,89	7,28	6,78



Die Bestimmung der Kapitalkosten bei SoftM im DCF-Modell

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 **4,008 Prozent**.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie wird die **historische Marktprämie von 5,5 Prozent** angesetzt. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarkttrenditen gestützt.

Unter der Maßgabe, dass die zahlungswirksamen fixen Kosten ungefähr 50-55 Prozent des Umsatzes und die relative Konjunktursensivität der Umsätze 110 Prozent betragen, ermittelt sich nach der GBC-Schätzmethode ein **Beta von 1,20** für SoftM.

Für den breiteren amerikanischen Kapitalmarkt ermittelte Stewart ein Branchenbeta (unleveraged Beta) von 1,22 für Softwareproduzenten und IT-Dienstleister. Dieses Branchenbeta gilt nur für unverschuldete Unternehmen. Unter Berücksichtigung des geringen Verschuldungsgrades würde sich ein Beta von 1,3 errechnen.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich **Eigenkapitalkosten von 10,6 Prozent** (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 4,5 Prozent und werden mit 17 Prozent gewichtet. Somit ergibt sich **ein WACC von 9,4 %**.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,6 %
Gewicht in %	90 %
Fremdkapitalkosten	4,5 %
Gewicht in %	17 %
Taxshield in %	25 %
WACC	9,40 %



RISIKOHINWEISE UND HAFTUNGSAUSSCHLUSS (DISCLAIMER)

DIESES DOKUMENT DIENT AUSSCHLIESSLICH ZU INFORMATIONSZWECKEN. ALLE DATEN UND INFORMATIONEN AUS DIESER STUDIE STAMMEN AUS QUELLEN, WELCHE **GERMAN BUSINESS CONCEPTS** (GBC) FÜR ZUVERLÄSSIG HÄLT. DARÜBER HINAUS HABEN DIE VERFASSER DIE GRÖSSTMÖGLICHE SORGFALT DARAUF VERWANDT, 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 **GERMAN BUSINESS CONCEPTS** 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.

DIESES DOKUMENT STELLT WEDER EINE EINLADUNG ZUR ZEICHNUNG ODER ZUM KAUF IRGEND EINES WERTPAPIERS DAR UND IST NICHT IN DIESEM SINNE AUSZULEGEN; NOCH DARF ES ODER EIN TEIL DAVON ALS GRUNDLAGE FÜR EINEN VERBINDLICHEN VERTRAG, WELCHER ART AUCH IMMER, DIENEN ODER IN DIESEM ZUSAMMENHANG ALS VERLÄSSLICH 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 ANGEBOSSCHREIBEN GETROFFEN WERDEN, DIE IN ZUSAMMENHANG MIT EINEM SOLCHEN ANGEBOHT HERAUSGEGEBEN WERDEN. **GERMAN BUSINESS CONCEPTS** - ODER BETEILIGUNGSUNTERNEHMEN, REPRÄSENTANZEN, ANTEILSEIGNER, FÜHRUNGSKRÄFTE UND/ODER DEREN ANGESTELLTE KANN EINE LONG- ODER SHORTPOSITION IN DEM BESCHRIEBENEN WERTPAPIER ODER ANDERE INVESTMENTS, DIE SICH AUF IN DIESEM REPORT VERÖFFENTLICHTE ERGEBNISSE BEZIEHEN, HALTEN. **GERMAN BUSINESS CONCEPTS** KANN DIESE WERTPAPIERE AM OFFENEN MARKT, FÜR KUNDEN ODER FÜR EIGENE RECHNUNG KAUFEN UND/ ODER VERKAUFEN. DIESES DOKUMENT WIRD IHNEN AUSSCHLIESSLICH ZU IHRER INFORMATION ZUR VERFÜGUNG GESTELLT UND DARF NICHT REPRODUZIERT ODER AN IRGEND EINE ANDERE PERSON VERTEILT WERDEN.

GERMAN BUSINESS CONCEPTS ÜBERNIMMT KEINE GARANTIE DAFÜR, DASS DER ANGEDEUTETE ERTRAG ODER DIE GENANNTE KURSZIELE ERREICHT WERDEN. VERÄNDERUNGEN IN DEN RELEVANTEN ANNAHMEN, AUF DENEN DIESES DOKUMENT BERUHT, KÖNNEN EINEN MATERIELLEN EINFLUSS AUF DIE ANGESTREBTE ERTRÄGE HABEN. DAS EINKOMMEN AUS INVESTITIONEN UNTERLIEGT SCHWANKUNGEN. ANLAGEENTSCHEIDUNGEN BEDÜRFE STETS DER BERATUNG DURCH EINEN ANLAGEBERATER. SOMIT KANN VORLIEGENDES DOKUMENT KEINE BERATUNGSFUNKTION ÜBERNEHMEN.

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) ER-LASS 1988 (IN GEÄNDERTE 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 JEDLICHEN HAFTUNGS-AUSSCHLUSS UND DIE VORGENANNTE BESCHRÄNKUNGEN.



Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG im Zeitpunkt der Veröffentlichung:

Weder die German Business Concepts GmbH noch ein ihr verbundenes Unternehmen,

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Finanzinstrumenten, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, beteiligt,
- c) hat die Wertpapiere, die Gegenstand dieser Veröffentlichung sind, mittels Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Ausnahme hiervon ist eine vertragliche Beziehung von German Business Concepts GmbH mit dem Unternehmen für die Erstellung von Research-Berichten. Aus dieser vertraglichen Beziehung erhält German Business Concepts GmbH ein Entgelt für Nutzungs- und Veröffentlichungsrechte.

Zusätzliche wichtige Angaben zu der vorliegenden Analyse:

Ersteller der vorliegenden Analyse: Manuel Hoelzle, Philipp Leipold

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: German Business Concepts GmbH

Datum und Uhrzeit des angegebenen Finanzinstruments: 08.06.2006, 10.20 Uhr, Frankfurter Börse

In der Analyse wurden öffentlich zugängliche Informationen (Geschäftsberichte 2003/2004/2005, Quartalsberichte, Ad Hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die German Business Concepts als zuverlässig einschätzt.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt, um sich Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und es wurden anschließend Änderungen vorgenommen.

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. German Business Concepts GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

Die German Business Concepts GmbH verwendet ein 5-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die jeweiligen Einstufungen sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN: Die erwartete Performance der Aktie inkl. Dividende beträgt mindestens +15%.

AKKUMULIEREN: Die erwartete Performance der Aktie inkl. Dividende beträgt zwischen +5 und +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Performance der Aktie inkl. Dividende zwischen -5% und +5%.

REDUZIEREN: Die erwartete Performance der Aktie inkl. Dividende beträgt zwischen -5 und -15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Performance der Aktie inkl. Dividende beträgt mehr als -15%.

Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

Die German Business Concepts GmbH ist als Researchinstitut gemeldet, bei der zuständigen Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt



GBC® German Business Concepts

- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

German Business Concepts GmbH

Halderstr. 27

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbconcepts.de>

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: info@gbconcepts.de

Analysten für diese Studie:

Manuel Hoelzle

Phillip Leipold