



Researchstudie (Anno)

GROUP Business Software AG

Kaufen

Stand 25.06.2009

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12

25.6.2009 GROUP Business Software AG^{(5)*}

KAUFEN

Kursziel: 1,14 €

Kurs: 0,50 €
12.6.2008, 14:13, Xetra

**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN/ 1,16 €

Marktsegment:
General Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Sylvia Schmidt
schmidt@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

GROUP Business Software AG
Messeturm
D-60308 Frankfurt

ir@group.de
www.group.de

Unternehmensprofil:

Branche: Software
Fokus: E-Mail-Management, Customer Relationship Management

Mitarbeiter: 172 (31.12.2008)
Firmensitz: Eisenach, D
Vorstand: Jörg Ott, Markus Ernst

WKN: 510450

ISIN: DE0005104509

Börsenkürzel: INW

Anzahl Aktien: 25,232 Mio.

Marktkap.: 12,62 Mio. €

Streubesitz: 73,24 %

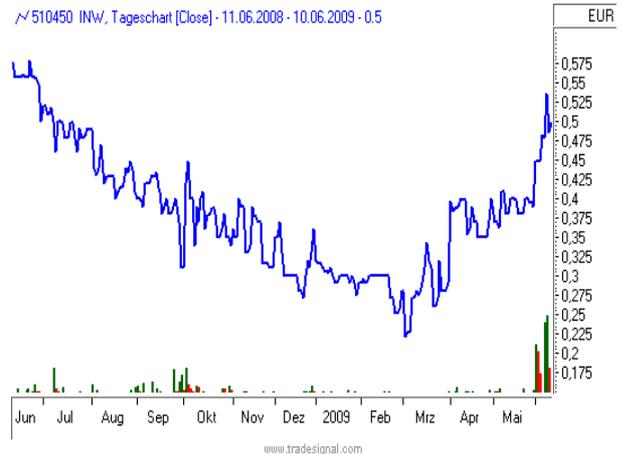
52 W Hoch: 0,58 €

52 W Tief: 0,23 €

Durchs. Tagesvolumen: 6.863 €

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

510450 INW, Tageschart [Close] - 11.06.2008 - 10.06.2009 - 0.5



in Mio. €	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Umsatz	17,51	20,73	23,77	24,50	25,20
EBITDA	3,57	4,05	4,50	4,22	4,47
EBIT	1,51	2,35	2,66	2,22	2,37
Periodenergebnis	0,99	1,21	1,83	1,49	1,60
in €					
EPS	0,04	0,05	0,07	0,06	0,06
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
in %					
EBITDA-Marge	20,36	19,53	17,53	17,2	17,8
EBIT-Marge	8,65	11,32	11,16	9,1	9,4
Dividendenrendite	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Kennzahlen					
EV/ Sales	0,28	0,37	0,41	0,40	0,39
EV / EBITDA	1,38	1,89	2,17	2,31	2,18
Kurs-Gewinn-Verhältnis	11,48	10,40	6,88	8,46	7,91
Kurs-Buchwert-Verhältnis			0,42		

Highlights:

- Deutlicher Anstieg der Umsatzerlöse um knapp 15 % in 2008
- Rund 36 % der Umsatzerlöse in 2008 entfallen auf Wartungsgebühren
- Vollständige Übernahme der US-Tochtergesellschaft Relavis Corporation
- Weiterer Umsatzanstieg sowie deutlich positives EBITDA für 2009 erwartet
- Aktie der GROUP Business Software deutlich unterbewertet

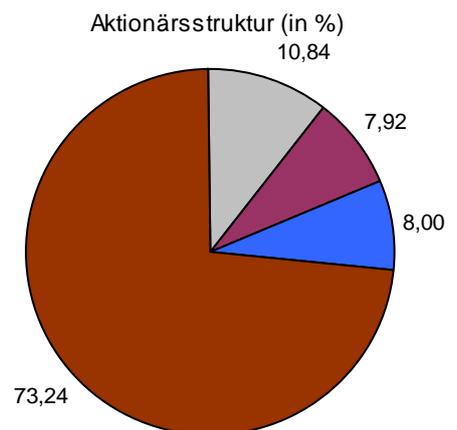
Unternehmen

Profil

Die GROUP Business Software AG ist einer der führenden Anbieter von Softwarelösungen in den beiden Geschäftsbereichen E-Mail Management (ELM) und Customer Relationship Management (CRM). Dabei ist die Tochtergesellschaft GEDYS IntraWare GmbH mit Sitz in Petersberg für die CRM-Aktivitäten zuständig. Die GROUP Technologies AG ist ein führender Anbieter für Lösungen im Bereich E-Mail-Management. Das Kernprodukt ist die IQ.Suite. Der GROUP Konzern ist derzeit mit Niederlassungen in den Regionen Deutschland, Finnland, Niederlanden, Großbritannien und USA vertreten und beschäftigt unternehmensweit über 170 Mitarbeiter. Im August 2007 erfolgte der mehrheitliche Erwerb der Relavis Corporation mit Sitz in New York, USA. Relavis ist ein führender Anbieter von CRM-Software im IBM Lotus Notes/ Domino-Umfeld mit besonderem Fokus auf mobile- und internetbasierte Anwendungen. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 erzielte die Gruppe erstmalig einen Umsatz von 23,8 Mio. € und ein EBITDA von 4,5 Mio. €, was einer deutlichen Steigerung gegenüber dem Vorjahr entspricht.

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
vbv Vitamin-B Venture GmbH	10,84
TJ Group plc.	7,92
LVM Landwirtschaftlicher Versicherungsverein Münster a.G.	8,00
Streubesitz	73,24



Quelle: GROUP Business Software, GBC

Nächste Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Ordentliche Hauptversammlung	28.8.2009
Halbjahresfinanzbericht 2008	28.8.2009
Veröffentlichung der Zwischenmitteilung innerhalb des 2. Halbjahres	16.11.2009

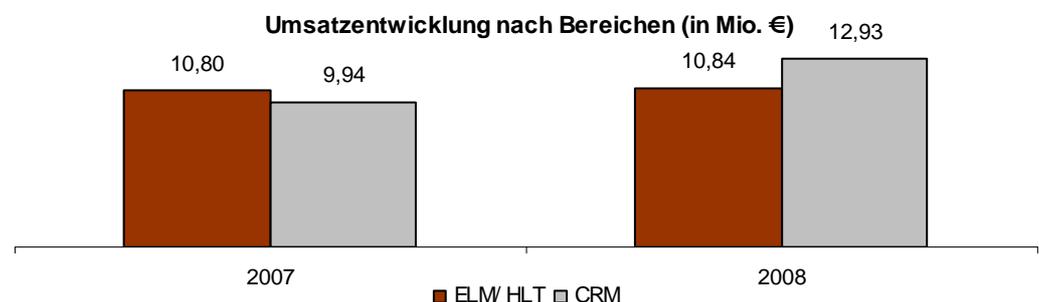
Geschäftsentwicklung 2008

in Mio. €	2007	2008	07 vs. 08
Umsatz Gesamt	20,73	23,77	+14,6 %
Umsatz - ELM	10,80	10,84	+0,4 %
Umsatz - CRM	9,94	12,93	+ 30,1 %
EBITDA	4,05	4,50	+11,1 %
EBT	2,01	2,59	+29,1 %
Periodenergebnis	1,21	1,83	+51,2 %
EPS in €	0,05	0,07	

Quelle: GROUP Business Software, GBC

Umsatzentwicklung

Die GROUP Business Software AG konnte auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 den Wachstumstrend fortsetzen und deutlich schneller wachsen als der Markt. Für das Gesamtjahr 2008 erzielte die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 23,77 Mio. €, was einem deutlichen Zuwachs von 14,6 % im Vergleich zum Vorjahr entspricht (VJ: 20,73 Mio. €). Dabei fiel der Umsatz im traditionell stärkeren zweiten Halbjahr 2008 mit 13,04 Mio. € (VJ: 12,29 Mio. €) sowohl höher als im Vorjahr als auch im ersten Halbjahr 2008 aus. Im Geschäftsbereich CRM konnte der Umsatz um rund 3 Mio. € von 9,94 Mio. € in 2007 auf nun 12,93 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 erhöht werden. Hierbei gilt zu berücksichtigen, dass die im Vorjahr erworbene Relavis Corporation im Geschäftsjahr 2008 erstmalig vollständig konsolidiert wurde, während sie im Vorjahr nur für die letzten vier Monate zum Konzernergebnis beigetragen hat. Wir schätzen das Umsatzvolumen der Relavis in 2008 auf rund 2 Mio. €. Dagegen hat die Übernahme der immediat Information Management GmbH im November 2008 einen Umsatzbeitrag für 2008 in zunächst nicht nennenswerter Größenordnung geleistet. Der zweite Bereich ELM erzielte im Geschäftsjahr 2008 einen Umsatz von 10,84 Mio. € und lag damit in etwa auf dem Vorjahresniveau (VJ: 10,80 Mio. €).

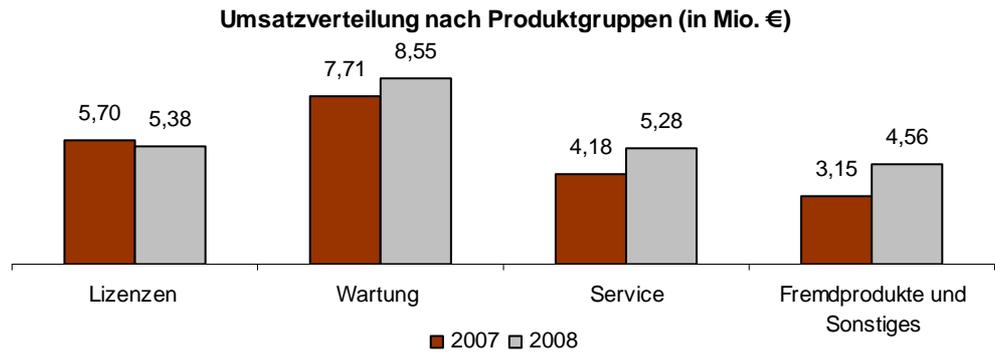


Quelle: GROUP Business Software, GBC

In Deutschland wurden im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 Umsatzerlöse von 20,83 Mio. € (VJ: 17,90 Mio. €) erzielt, was einem Anteil an den Konzernumsätzen von 87,6 % (VJ: 86,3 %) entspricht. Hierbei waren die USA mit Umsätzen in 2008 von 2,08 Mio. € (VJ: 1,43 Mio. €) der gewichtigste ausländische Absatzmarkt gefolgt von Großbritannien mit einem Umsatzvolumen von 0,74 Mio. € (VJ: 0,69 Mio. €).

Deutliche zweistellige Zuwächse konnte die GROUP Business Software AG bei den Wartungserlösen, im Servicebereich und bei dem Verkauf von Fremdprodukten erzielen. Dagegen entwickelten sich die Lizenzverkäufe gegenüber dem Vorjahr leicht rückläufig, was vor allem auf einen Großauftrag zum Jahresende 2007 zurückzuführen ist. Die Wartungserlöse beliefen sich in 2008 auf 8,55 Mio. € (VJ: 7,71 Mio. €), was rund 36 % der Konzernumsätze entspricht und somit zu einem stabilen Strom an wiederkehrenden Umsätzen führt.

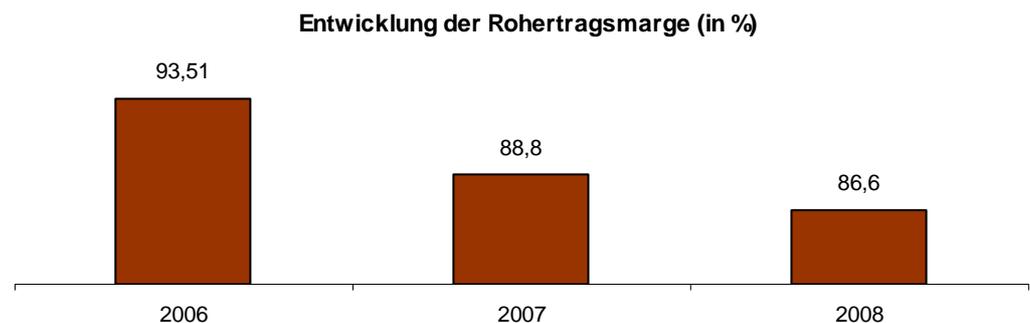
Die nachfolgende Graphik zeigt die Umsatzerlöse für das Geschäftsjahr 2008 nach Produktgruppen.



Quelle: GROUP Business Software, GBC

Ergebnisentwicklung

Der Rohertrag konnte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 weiter gesteigert werden und belief sich auf 20,59 Mio. € gegenüber 18,41 Mio. € in der vergleichbaren Vorjahresperiode. Während sich die aktivierten Eigenleistungen in dem Berichtszeitraum 2008 von 0,72 Mio. € in 2007 auf 1,26 Mio. € erhöhten, reduzierten sich die sonstigen betrieblichen Erträge von 1,27 Mio. € in 2007 auf 0,78 Mio. € in 2008, so dass sich diese beiden gegenläufigen Effekte in Hinsicht auf die Rohertragsmarge kompensierten. Die Rohertragsmarge ging in 2008 leicht auf 86,64 % (VJ: 88,80 %) zurück, was sich vor allem durch den überproportionalen Zuwachs an verkauften Fremdprodukten sowie der stabilen Entwicklung der Lizenzverkäufe erklärt. Nichts desto trotz bewegt sich die Rohertragsmarge mit knapp 87 % weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Entwicklung der Rohertragsmarge für den Zeitraum 2006 bis 2008.



Quelle: GROUP Business Software, GBC

Die Personalaufwendungen stiegen aufgrund des höheren Mitarbeiterstamms aber auch wegen der erstmaligen volljährigen Konsolidierung der Relavis von 9,10 Mio. € im Geschäftsjahr 2007 auf 10,34 Mio. € im Geschäftsjahr 2008. Die Neueinstellungen erfolgten vor allem in den Bereichen Service und Vertrieb, so dass Ende 2008 172 Mitarbeiter bei der GROUP Business Software AG beschäftigt waren. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erhöhten sich ebenfalls analog zu dem gestiegenen Geschäftsvolumen von 5,31 Mio. € in 2007 auf nun 5,76 Mio. € in 2008. Den größten Anteil machten hierbei die Vertriebs- und Werbekosten aus, welche von 1,65 Mio. € in 2007 auf 2,08 Mio. € anstiegen. Während sich niedrigere Prüfungs- und Beratungskosten in 2008 von knapp 0,4 Mio. € positiv auf das operative Ergebnis auswirkten, erhöhten sich die Wertberichtigungen auf Forderungen von 0,19 Mio. € in 2007 auf 0,46 Mio. €.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) belief sich auf 4,50 Mio. € und lag damit deutlich über dem vergleichbaren Vorjahreswert in Höhe von 4,05 Mio. €. Die EBITDA-Marge entwickelte sich zwar rückläufig auf 18,92 % (VJ: 19,53 %), befindet sich jedoch weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Die erhöhten Abschreibungen in 2008 von 1,84 Mio. € (VJ: 1,70 Mio. €) sind vor dem Hintergrund der aktivierten Eigenleistungen in den Vorperioden zu sehen. Eine Abschreibung auf den Geschäfts- und Firmenwert in Höhe von 25,47 Mio. € war nicht notwendig.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) lag folglich im Gesamtjahr 2008 bei 2,66 Mio. € im Vergleich zu 2,35 Mio. € im Vorjahr und damit deutlich besser. Das Finanzergebnis verbesserte sich von -0,37 Mio. € in 2007 auf -0,09 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr. Im Vorjahr musste hier eine Abschreibung von 0,25 Mio. € auf eine Beteiligung im Finanzanlagevermögen vorgenommen werden. Unter Berücksichtigung einer Steuerquote auf Konzernebene von 29,1 %, welche aufgrund der noch vorhandenen Verlustvorträge nur teilweise liquiditätswirksam war, ergibt sich ein deutlicher Anstieg des Jahresüberschusses von 1,21 Mio. € in 2007 auf 1,83 Mio. € in 2008. Dies entspricht einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,07 € (VJ: 0,05 €)

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die bilanzielle Situation der GROUP Business Software AG ist nach unserer Einschätzung als gesund und solide zu bezeichnen. Das Eigenkapital belief sich Ende 2008 auf 29,96 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 69,0 % entspricht. Dem Eigenkapital stehen auf der Aktivseite der Bilanz allerdings hohe immaterielle Vermögensgegenstände sowie ein hoher Geschäfts- und Firmenwert von 4,92 Mio. € respektive 25,47 Mio. € gegenüber. Der Geschäfts- und Firmenwert erhöhte sich in 2008 um über 3,7 Mio. € vor allem bedingt durch die Aufstockung der Anteile an der Relavis. Nachdem im Geschäftsjahr 2008 weitere 38,7 % der Anteile erworben wurden, liegt die Beteiligung nun bei 99,5 %. Der Geschäfts- und Firmenwert erhöhte sich daher um 2,47 Mio. €. Zudem erfolgte im November 2008 die Akquisition der immediat Information Management GmbH mit der Folge, dass sich der Geschäfts- und Firmenwert um 0,34 Mio. € erhöhte. Zudem wurde für die Erstkonsolidierung der SPEECHSPERE ein Geschäfts- und Firmenwert von 0,94 Mio. € gebildet.

Die Nettoliquidität des Konzerns ist positiv und lag zum 31.12.2008 bei 0,90 Mio. €. Im Jahresverlauf 2008 wurde ein Darlehen mit einem Kreditrahmen von 2,5 Mio. € aufgenommen. Zum Jahresende 2008 betragen die Bankverbindlichkeiten rund 1,7 Mio. €.

Das Net Working Capital lag gegen Ende des Jahres 2008 bei -3,6 Mio. €. Bei den passiven Rechnungsabgrenzungsposten von 3,96 Mio. € handelt es sich im Wesentlichen um vorab vereinnahmte Wartungserlöse.

Der operative Cash Flow fiel im Gesamtjahr 2008, wie bereits im Vorjahr, mit 4,22 Mio. € (VJ: 5,05 Mio. €) deutlich positiv aus. Dagegen war der freie Cash Flow durch die Investitionen negativ und belief sich auf -0,58 Mio. € (VJ: 1,34 Mio. €). Ein Großteil der Investitionen in die immateriellen Vermögensgegenstände von 4,67 Mio. € sind im Zusammenhang mit der Erhöhung der Beteiligung an der Relavis zu sehen. Wir schätzen den Mittelabfluss in 2008 auf rund 2,5 Mio. €. Zudem wurden Eigenleistungen in Höhe von 1,25 Mio. € in 2008 aktiviert.

Prognose und Modellannahmen

Die GROUP Business Software ist gut in das laufende Geschäftsjahr 2009 gestartet. Die Umsatzerlöse konnten in den ersten drei Monaten 2009 um 0,6 Mio. € auf 5,7 Mio. € gesteigert werden. Dabei entwickelten sich die Bereiche Wartung und Fremdprodukte besonders erfolgreich. Das EBITDA belief sich auf 0,6 Mio. € und lag damit leicht unter dem vergleichbaren Vorjahresniveau (Q1 2008: 0,8 Mio. €).

Im Service-Bereich sollte sich die Nachfrage von Kundenseite im laufenden Geschäftsjahr 2009 nach unserer Einschätzung stabil verhalten. Ein Wachstumstreiber für den Markt sollten die zu erwartenden künftig weiter steigenden gesetzlichen Anforderungen und Rahmenbedingungen in der Email-Korrespondenz von Unternehmen darstellen. Die Group Technologies ist hier mit ihrem Lösungsportfolio im Bereich E-Mail-Management und dem Kernprodukt der IQ.Suite gut positioniert, um an Marktwachstum entsprechend zu partizipieren. Zudem sollte das Thema Kosteneffizienz im Bereich des E-Mail-Managements zunehmend in den Fokus rücken. Die Wartungserlöse von über 8,5 Mio. € auf Konzernebene im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 werden sich auch in 2009 weiter auf einem hohen Niveau bewegen und aufgrund ihres wiederkehrenden Charakters dazu beitragen, dass sich der Umsatz in diesem Bereich konstant bis leicht ansteigend entwickeln wird.

Die Lizenzverkäufe im Konzern könnten nach unserer Einschätzung unter dem aktuell schwierigen Marktumfeld leiden und sich leicht rückläufig entwickeln. So ist es derzeit des Öfteren in der Softwarebranche zu beobachten, dass Unternehmen geplante Lizenzkäufe im Softwarebereich nach hinten verschieben oder ein geringeres als ursprünglich angedachtes Budget für IT-Investitionen in die Hand nehmen.

Für das laufende Geschäftsjahr 2009 erwarten wir für die GROUP Business Software AG ein Umsatzvolumen in Höhe von 24,50 Mio. €, was einem leichten organischen Umsatzwachstum von 3,1 % im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Bei der Rohertragsmarge sehen wir aufgrund leicht niedrigerer Umsätze im Produktgeschäft in 2009 eine rückläufige Tendenz. Die Personalaufwendungen sollten sich aufgrund des erfolgten Mitarbeiteraufbaus, vor allem in den Bereichen Beratung und Vertrieb, im laufenden Geschäftsjahr 2009 erhöhen. Unsere EBITDA-Schätzung sieht für das laufende Jahr 2009 einen deutlich positiven Wert in Höhe von 4,22 Mio. € (bisher: 4,47 Mio. €) vor. Die Abschreibungen sollten sich nach unserer Einschätzung weiterhin auf einem hohen Niveau bewegen und das Finanzergebnis sollte sich infolge der erfolgten Kreditaufnahme leicht verschlechtern. Den Gewinn je Aktie (EPS) sehen wir für 2009 bei 0,06 €.

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der GROUP Business Software 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 3,0 %. 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 läuft, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Es ermittelt sich nach der GBC-Schätzmethode ein Beta von 1,46. Für die Berechnung der Eigenkapitalkosten ziehen wir im Weiteren das durch die GBC ermittelte Beta heran.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,0 % (10-jähriger Zinssatz plus Beta multipliziert mit Risikoprämie). Die Fremdkapitalkosten schätzen wir auf 7,2 %. Somit ergibt sich auch ein WACC von 10,1 %.

Kapitalkosten	in %
Eigenkapitalkosten	11,0
Gewicht in %	80,0
Fremdkapitalkosten	7,2
Gewicht in %	20,0
Taxshield in %	10,0
WACC	10,1

GROUP Business Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	17,8%	ewige EBITA - Marge	11,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	32,3%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	-11,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	24,50	25,20	26,46	27,78	29,17	30,63	32,16	33,77	
US Veränderung	3,1%	2,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	4,08	4,00	4,07	4,15	4,29	4,38	4,53	4,53	
EBITDA	4,22	4,47	4,70	4,93	5,18	5,44	5,71	5,99	
EBITDA-Marge	17,2%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	17,8%	
EBITA	2,22	2,37	2,66	2,83	3,01	3,24	3,45	3,70	
EBITA-Marge	9,1%	9,4%	10,1%	10,2%	10,3%	10,6%	10,7%	11,0%	11,0%
Steuern auf EBITA	-0,66	-0,71	-0,79	-0,84	-0,90	-0,97	-1,03	-1,10	
zu EBITA	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
EBI (NOPLAT)	1,56	1,67	1,87	1,99	2,12	2,27	2,42	2,60	
Kapitalrendite	96,7%	55,5%	53,4%	55,8%	58,7%	63,9%	67,3%	73,7%	71,6%
Working Capital (WC)	-3,00	-2,80	-2,94	-3,09	-3,24	-3,40	-3,57	-3,75	
WC zu Umsatz	-12,2%	-11,1%	-11,1%	-11,1%	-11,1%	-11,1%	-11,1%	-11,1%	
Investitionen in WC	-0,60	-0,20	0,14	0,15	0,15	0,16	0,17	0,18	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	6,00	6,30	6,50	6,70	6,80	7,00	7,10	7,46	
AFA auf OAV	-2,00	-2,10	-2,04	-2,10	-2,16	-2,20	-2,26	-2,29	
AFA zu OAV	33,3%	33,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	32,3%	
Investitionen in OAV	-2,79	-2,40	-2,24	-2,30	-2,27	-2,40	-2,36	-2,65	
Investiertes Kapital	3,00	3,50	3,56	3,61	3,56	3,60	3,53	3,70	
EBITDA	4,22	4,47	4,70	4,93	5,18	5,44	5,71	5,99	
Steuern auf EBITA	-0,66	-0,71	-0,79	-0,84	-0,90	-0,97	-1,03	-1,10	
Investitionen gesamt	-3,39	-2,60	-2,10	-2,15	-2,11	-2,24	-2,19	-2,47	
Investitionen in OAV	-2,79	-2,40	-2,24	-2,30	-2,27	-2,40	-2,36	-2,65	
Investitionen in WC	-0,60	-0,20	0,14	0,15	0,15	0,16	0,17	0,18	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,18	1,17	1,81	1,94	2,17	2,24	2,49	2,42	31,81
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	25,71	27,15							
Barwert expliziter FCFs	9,49	9,29							
Barwert des Continuing Value	16,22	17,86							
Nettoschulden (Net debt)	-3,05	-4,22							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	28,77	31,36							
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00							
Wert des Aktienkapitals	28,76	31,36							
Ausstehende Aktien in Mio.	25,232	25,232							
Fairer Wert der Aktie in EUR	1,14	1,24							

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	7,2%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	10,0%
WACC	10,1%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC									
	8,1%	8,6%	9,1%	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%	12,1%	
63,6%	1,36	1,27	1,19	1,12	1,07	1,02	0,97	0,93	0,90	
65,6%	1,38	1,29	1,21	1,14	1,08	1,03	0,99	0,95	0,91	
67,6%	1,41	1,32	1,23	1,16	1,10	1,05	1,00	0,96	0,93	
69,6%	1,44	1,34	1,26	1,18	1,12	1,07	1,02	0,98	0,94	
71,6%	1,47	1,37	1,28	1,20	1,14	1,08	1,03	0,99	0,95	
73,6%	1,50	1,39	1,30	1,22	1,16	1,10	1,05	1,00	0,96	
75,6%	1,52	1,42	1,32	1,25	1,18	1,12	1,07	1,02	0,98	
77,6%	1,55	1,44	1,35	1,27	1,20	1,13	1,08	1,03	0,99	
79,6%	1,58	1,47	1,37	1,29	1,21	1,15	1,10	1,05	1,00	

Fazit

Die GROUP Business Software als ein führender Softwareanbieter für die Plattform IBM Lotus Notes kann auf ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2008 zurückblicken. Die Umsatzerlöse auf Konzernebene konnten deutlich um knapp 15 % auf 23,77 Mio. € im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 gesteigert werden. Dabei konnten beide Geschäftsbereiche CRM und ELM zu dem Wachstum ihren Beitrag leisten. Der Geschäftsbereich CRM konnte dabei ein höheres Wachstum vorweisen, was unter anderem auch auf die erstmalige ganzjährige Konsolidierung der US-Tochtergesellschaft Relavis Corporation zurückzuführen ist. Auch das EBITDA konnte in 2008 gegenüber dem Vorjahr erhöht werden und fiel mit 4,50 Mio. € deutlich positiv aus.

Die Gesellschaft verfügt nach wie vor über gesunde Bilanzstrukturen. Die Nettoliquidität zum Jahresende 2008 belief sich auf knapp 1 Mio. €. Des Weiteren kann die Gesellschaft noch Gebrauch machen von den hohen vorhandenen steuerlichen Verlustvorträgen aus der Vergangenheit. Die Steuerquote wird aufgrund der Mindestbesteuerung in den kommenden Jahren auf einem sehr moderaten Niveau liegen und sich somit positiv auf den Cash Flow auswirken. Die komplette Übernahme der US-Tochtergesellschaft Relavis (Anteil: 99,5 %) in 2008 konnte nahezu vollständig durch den hohen operativen Cash Flow finanziert werden.

Die GROUP Business Software AG ist mit einem guten ersten Quartal in das laufende Geschäftsjahr 2009 gestartet. Nach den ersten drei Monaten lagen die Umsatzerlöse mit 5,7 Mio. € rund 0,6 Mio. € über dem vergleichbaren Vorjahresniveau und auch das EBITDA entwickelte sich mit 0,6 Mio. € (Q1 2008: 0,8 Mio. €) erfreulich. Für das Gesamtjahr 2009 erwarten wir einen moderaten Umsatzanstieg auf 24,50 Mio. €. Außer einem geringen Umsatzbeitrag durch die Akquisition der immediat Information Management GmbH unterstellen wir kein anorganisches Wachstum. Die hohen Wartungserlöse der GROUP Business Software sorgen für einen beträchtlichen Anteil an wiederkehrenden Umsätzen, was sich in 2009 positiv auf die Umsatzsituation auswirken sollte. Auch im Consulting-Geschäft rechnen wir mit weiter steigenden Umsätzen. Dagegen erwarten wir infolge der konjunkturellen Lage im Lizenzgeschäft eine leicht rückläufige Entwicklung mit entsprechenden Effekten auf die operative Marge. Für das Gesamtjahr 2009 sollte das EBITDA nach unserer Schätzung bei 4,22 Mio. € liegen.

Wir haben einen fairen Wert auf Basis 2009 für die Aktie der GROUP Business Software AG in Höhe von 1,14 € (bisher: 1,16 €) errechnet. Wir bestätigen daher unsere Kaufempfehlung für die Aktie der GROUP Business Software AG. Auf Grundlage des aktuellen Kursniveaus halten wir die Aktie für deutlich unterbewertet und sehen noch erhebliches Kurspotential.

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/>

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),

§ 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

Sylvia Schmidt, Dipl. Betriebswirtin (FH), Finanzanalystin

§ 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