



Researchstudie (Anno)



Dynamisches Wachstum in den Folgejahren erwartet

Veröffentlichungsdatum: 25.08.2010

Fairer Wert: 3,92 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10

Softline AG *5,6,7

Kaufen

Kursziel: 3,92 €

aktueller Kurs: 2,87
23.8.2010 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CSBR6

WKN: A1CSBR

Börsenkürzel: SFD1

Aktienanzahl³: 4,300

Marketcap³: 12,34
EnterpriseValue³: 10,34
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 43,1 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

Unternehmensprofil

Branche: IT

Fokus: IT-Services

Mitarbeiter: 120 Stand: 20.8.2010

Gründung: 1983

Firmensitz: Leipzig

Vorstand: Dr. Knut Löschke, Christoph Michel



Die Softline AG ist eine börsennotierte Beteiligungsholding mit Fokus auf den IT-Markt. Die Aufgabe der Holding besteht vor allem in der Bereitstellung einer ausreichenden Kapitalstärke für die Tochtergesellschaften, in der strategischen Führung der Gruppe und in der Kapitalmarktcommunication. Seit 2010 zählen die Softline Solutions GmbH und die Prometheus GmbH zur Softline Gruppe. Im Fokus der von Softline Solutions angebotenen Dienstleistungen steht dabei das Konzept des „Cloud Computing“. Softline Solutions will sich hier als ein führender Anbieter von IT-Infrastrukturen, die jeweils dynamisch an die Erfordernisse von Geschäftsprozessen der Anwender angepasst werden, etablieren. Weitere Schwerpunkte liegen auf den Bereichen Software Asset Management, Multivendor Premier Support, IT-Infrastruktur-Consulting, Managed Services und Software-Lizenzberatung. Prometheus ist ein IT-Dienstleister für IT-Dienstleister, wie Hard- und Softwarehersteller und Systemhäuser, und besonders auf die Bereitstellung von Ressourcen spezialisiert. Im Rahmen einer Buy-and-Build Strategie soll zudem die Expansion in das europäische Ausland vollzogen werden.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	0,45	10,00	45,00	60,00
EBITDA	-0,69	-2,12	3,07	5,60
EBIT	-0,70	-2,24	2,80	5,20
Jahresüberschuss	-0,71	-2,20	2,59	4,80

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,17	-0,51	0,31*	0,58*
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

*Auf Basis Aktienzahl 8,3 Mio.

Kennzahlen

EV/Umsatz	22,98	1,03	0,49*	0,36*
EV/EBITDA	-14,99	-4,88	7,11*	3,90*
EV/EBIT	-14,77	-4,62	7,79*	4,20*
KGV	neg.	neg.	9,26	4,95

Finanztermine:

Datum: Ereignis

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
2.3.2010: RS / 2,82 / KAUFEN
27.1.2010: RS / 2,65 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

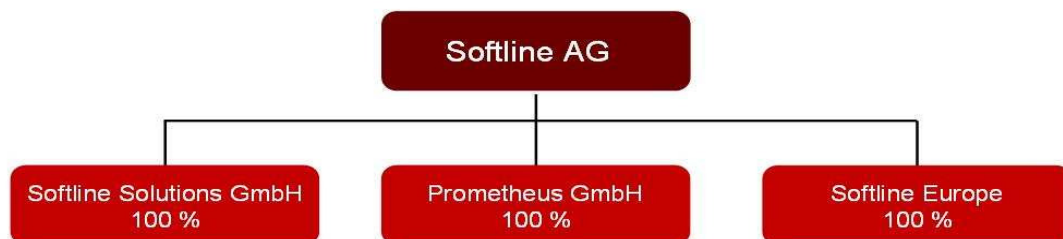
Geschäftsbereiche

Die Softline AG ist eine börsennotierte Beteiligungsholding mit Fokus auf den Markt der Informations- und Kommunikationstechnologie. Die Aufgabe der AG als Holding besteht im Wesentlichen in der Bereitstellung einer ausreichenden Kapitalstärke für die Tochtergesellschaften, in der strategischen Führung der Gruppe sowie in der Kommunikation mit dem Kapitalmarkt. Die Gründung der Softline AG geht auf das Jahr 1983 zurück. Seit Februar 2000 ist die Softline AG an der Börse notiert.

Seit 2010 zählen die **Softline Solutions GmbH** mit Sitz in Leipzig sowie die **Prometheus GmbH** mit Sitz in München als Tochterunternehmen zur Softline Gruppe. Im Fokus der von Softline Solutions GmbH angebotenen Dienstleistungen steht dabei das Konzept des „**Cloud Computing**“. Die Softline Solutions GmbH will sich hier als ein führender Anbieter und Betreiber von IT-Infrastrukturen sowie IT-Architekturen, welche jeweils flexibel und dynamisch an die Erfordernisse und Komplexitäten von Geschäftsprozessen der Anwender angepasst werden, etablieren. Die Angebote für Cloud Services teilen sich auf in die drei Segmente „Infrastructure as a Service“ (IaaS), „Plattform as a Service“ (PaaS) sowie „Software as a Service“ (SaaS). Dabei werden von der Gesellschaft vor allem mittelständische Kunden adressiert. Weitere Schwerpunkte des Produktportfolios von Softline Solutions liegen auf den Bereichen Software Asset Management (SAM), Multivendor Premier Support (MVP), IT-Infrastruktur-Consulting, Managed Services, Outsourcing sowie Software-Lizenzberatung.

Die Prometheus GmbH wurde im Jahr 2001 gegründet und ist ein IT-Dienstleister für IT-Dienstleister, wie Hard- und Softwarehersteller, Systemhäuser und Systemintegratoren, und besonders auf die Bereitstellung von Ressourcen spezialisiert.

Im Rahmen einer Buy-and-Build Strategie soll zudem die Expansion in das europäische Ausland vollzogen werden. Aus diesem Grund wird zukünftig der neue Geschäftsbereich **Softline Europe** als drittes Segment hinzukommen. Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Konzernstruktur der Softline-Gruppe.



Aktionärsstruktur

Anteilseigner	31.07.2010
SKMB	25,1 %
Dr. Knut Löschke (Vorstand)	13,5 %
Donner-Reuschel Bank	5,8 %
S-Beteiligungen Leipzig	5,0 %
Checkmark	5,1 %
Christoph Michel (Vorstand)	2,4 %
Streubesitz	43,1 %
Summe	100,0 %

Quelle: GBC, Softline

Anorganische Wachstumsstrategie vorgesehen - Erwarteter Mittelzufluss aus der Kapitalmaßnahme rund 12 Mio. €

Die Softline AG hat sich zum Ziel gesetzt, in den kommenden Jahren eine konsequente und nachhaltige **Buy-and-Build-Strategie** zu verfolgen und sich als ein internationaler IT-Dienstleister in Europa zu etablieren. Im Rahmen der anorganischen Wachstumsstrategie soll die geographische Präsenz in Europa deutlich gestärkt und ausgeweitet werden. Die Wachstumsstrategie sieht dabei zwei Phasen vor.

In der ersten Phase der Wachstumsstrategie, die noch im laufenden Geschäftsjahr beginnen soll, sind mehrere Übernahmen in Europa vorgesehen. Geplant ist dabei die Akquisition von vier bis fünf IT-Unternehmen im europäischen Ausland. Als Übernahmehelikopter innerhalb der Softline-Gruppe sollte dabei die Softline Solutions GmbH fungieren. Die potentiellen Übernahmeziele sollten nach unserer Einschätzung ihren Geschäftsfokus auf die IT-Bereiche Virtualisierung, Software as a Service (SaaS), Software Asset Management (SAM), Software Support und Infrastruktur-Outsourcing gerichtet haben. Die Umsatzvolumen der möglichen Übernahmeziele sollten nach unserer Meinung in einer Größenordnung zwischen zwei und fünf Mio. € pro Unternehmen liegen. Die IT-Unternehmen erzielen dabei positive operative Ergebnisse. Des Weiteren ist es vorgesehen, den Mergers & Acquisitions (M&A) Prozess bis Ende des laufenden Jahres weitestgehend abzuschließen. Die internationale Wachstumsstrategie soll durch die Hauptniederlassung in Leipzig betreut und unterstützt werden. Im Jahr 2011 ist die Integration und das organische Wachstum der übernommenen Firmen geplant.

In der zweiten Phase der Wachstumsstrategie soll die geographische Expansion in weitere ausländische Märkte vorangetrieben werden. Die zweite Phase soll im Jahr 2012 beginnen. Hier steht vor allem die Akquisition von IT-Unternehmen im osteuropäischen Ausland im Fokus.

Zur Finanzierung der vorgesehenen Wachstumsstrategie der Softline AG soll eine zweite Kapitalerhöhung durchgeführt werden, nachdem bereits im Februar 2010 eine Kapitalerhöhung über rund 6 Mio. € erfolgreich umgesetzt werden konnte. Wir gehen davon aus, dass im Rahmen der Kapitalmaßnahme rund 4 Mio. neue Aktien den Aktionären zur Zeichnung angeboten werden sollen. Wir erwarten außerdem, dass die Kapitalerhöhung mit einem Bezugsrecht für die Altaktionäre ausgestattet sein wird. Die nicht bezogenen Aktien werden dann im Rahmen einer Privatplatzierung an Investoren platziert.

Der Zeitpunkt der Kapitalerhöhung sollte nach unserer Meinung Mitte bis Ende September 2010 sein. Der Mittelzufluss im Falle einer erfolgreichen Kapitalmaßnahme sollte sich daher auf rund 12 Mio. € belaufen. Durch diesen erwarteten Mittelzufluss von rund 12 Mio. € zusätzlich der ersten Kapitalerhöhung über rund 6 Mio. € ist die Gesellschaft finanziell hervorragend aufgestellt, um so die geplante anorganische Wachstumsstrategie erfolgreich zu finanzieren und umzusetzen.

Der Verwendungszweck des Emissionserlöses aus der Kapitalmaßnahme ist dabei klar für die Finanzierung der geplanten Akquisitionen sowie für den Ausbau der Softline Solutions in Deutschland vorgesehen. Des Weiteren gehen wir davon aus, dass sich die Großaktionäre der Softline AG in vollem Umfang an der Kapitalmaßnahme beteiligen werden und somit ihr Vertrauen in die weitere operative Entwicklung der Gesellschaft zum Ausdruck bringen.

Prognose - Signifikantes Wachstum für 2011 und Folgejahre erwartet

In Mio. €	2010e	2011e	2012e
Umsatz	10,0	45,0	60,0
EBITDA	-2,12	3,07	5,60
EBITDA-Marge	neg.	6,8 %	9,3 %
EBIT	-2,24	2,80	5,20
EBIT-Marge	neg.	6,2 %	8,7 %
Konzernergebnis	-2,24	2,59	4,80
EPS	neg.	0,31*	0,58*

*Auf Basis einer erwarteten Aktienanzahl von 8,3 Mio.

Quelle: GBC

Die Softline AG wird voraussichtlich den Bericht für das erste Halbjahr 2010 Ende August 2010 veröffentlichen. Im Halbjahresbericht für den Konzern wird dann erstmals die Prometheus GmbH konsolidiert sowie der Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung im Februar 2010 enthalten sein.

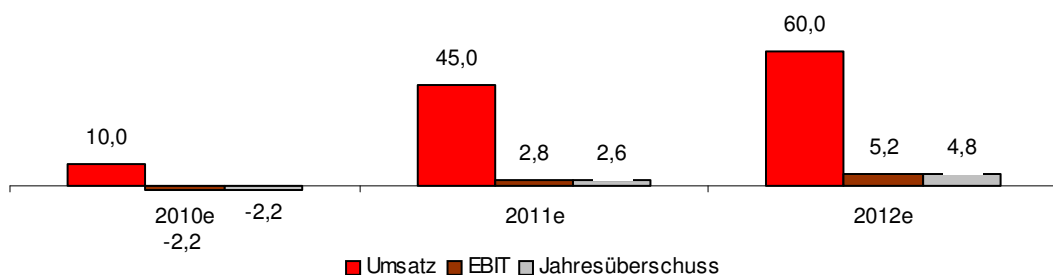
Unsere Schätzungen hinsichtlich Umsatz und Ergebnis für die Softline AG basieren auf der Annahme, dass bis Ende des laufenden Geschäftsjahres 2010 noch vier bis fünf Akquisitionen getätigt werden. Im laufenden Geschäftsjahr 2010 haben wir aus den Übernahmen allerdings noch keine Umsatzbeiträge unterstellt. Dagegen sieht unsere Annahme vor, dass die Übernahmen spätestens Anfang 2011 erstmalig konsolidiert werden und somit in 2011 sowie in den Folgejahren auch voll umsatzwirksam werden. Des Weiteren haben wir unsere Prognosen nach den drei Segmenten Prometheus, Softline Solutions sowie Softline Europa untergliedert. Die Holdingkosten der AG sind im operativen Ergebnis auf Konzernebene bereits integriert.

Für das laufende Geschäftsjahr 2010 erwarten wir auf Konzernebene Umsatzerlöse in Höhe von 10,0 Mio. €. Dabei sollte die Prometheus GmbH im Gesamtjahr 2010 einen Umsatzbeitrag von rund 8,5 Mio. € leisten. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) sollte bei Prometheus in etwa ausgeglichen ausfallen.

Bei der Softline Solutions rechnen wir in 2010 noch mit einem geringen Umsatzbeitrag von 1,5 Mio. €. Die neu gegründete Softline Solutions startete ihr operatives Geschäft erst Ende Juli 2010 und beschäftigt derzeit rund 65 Mitarbeiter. Bis Ende des Jahres 2011 soll die Mitarbeiteranzahl auf dann 100 aufgestockt werden. Die ersten Neukunden konnte Softline Solutions bereits gewinnen. Allerdings ist aufgrund der Anlaufkosten noch von einem Verlust von gut 1 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr 2010 auszugehen.

Unter Berücksichtigung der anfallenden Kosten für die Holding (2010e: -1,2 Mio. €) rechnen wir für das Gesamtjahr 2010 mit einem negativen EBIT für den Softline Konzern in Höhe von -2,2 Mio. €. Das Zinsergebnis sollte aufgrund der durchgeführten Kapitalerhöhung und der positiven Nettoliquidität leicht positiv ausfallen.

Entwicklung Umsatz, EBIT, Jahresüberschuss im Konzern (in Mio. €)

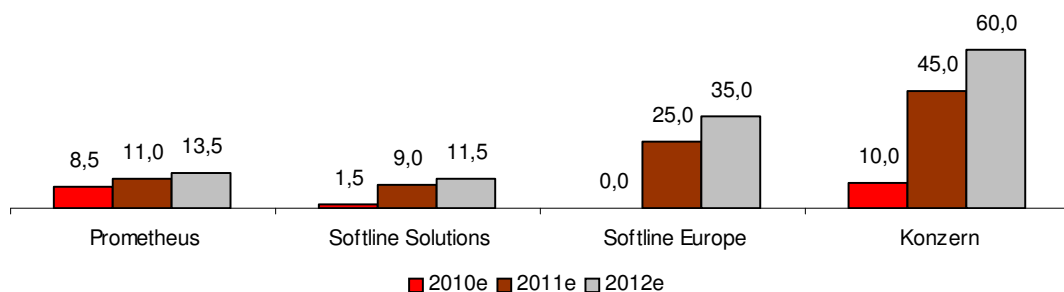


Quelle: GBC

Im kommenden Geschäftsjahr 2010 gehen wir dann von einem signifikanten Umsatzwachstum auf dann 45,0 Mio. € aus. Als der wesentliche Wachstumstreiber sollte sich hierbei die Softline Europe erweisen. In 2011 sieht unsere Umsatzschätzung für die Softline Europe einen Wert in Höhe von 25,0 Mio. € vor. Auf einer Stand-Alone Basis sollten die vier bis fünf europäischen Tochterunternehmen der Softline Europe einen Umsatz von rund 15 Mio. € erreichen. Die zusätzlichen Umsatzerlöse von 10 Mio. € in 2011 sind einem starken organischen Wachstum der ausländischen Niederlassungen zu verdanken, welches vor allem auf das bestehende Netzwerk des Managements der Softline AG zurückzuführen ist sowie der Fähigkeit des Managements neue Mitarbeiter begeistern und gewinnen zu können.

Beim Tochterunternehmen Prometheus erwarten wir im kommenden Geschäftsjahr 2011 einen Umsatzzuwachs um 29,4 % auf 11,0 Mio. €. Deutlich dynamischer sollte das Wachstum nach unserer Einschätzung bei der Softline Solutions ausfallen. Hier gehen wir von einem Umsatzanstieg in 2011 auf 9,0 Mio. € aus. Nach dem Start des operativen Geschäfts im August 2010 sowie dem bereits bestehenden Kunden- und Mitarbeiterstamm halten wir diese Größenordnung für realistisch. Bis Ende 2011 soll die Mitarbeiteranzahl auf rund 100 ansteigen. Auf Konzernebene sollten sich die Umsatzerlöse im kommenden Geschäftsjahr 2011 folglich deutlich auf 45,0 Mio. € belaufen.

Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)



Quelle: GBC

Auf der Ergebnisseite erwarten wir in 2011 ein operatives Ergebnis (EBIT) in Höhe von 2,80 Mio. €, was einer EBIT-Marge von 6,2 % entspricht. Die Abschreibungen sehen wir für 2011 leicht erhöht bei 0,27 Mio. €. Beim Finanzergebnis erwarten wir unter konservativen Aspekten einen ausgeglichenen Wert, da ein Großteil der Erlöse aus der Kapitalerhöhung erwartungsgemäß für die getätigten Akquisitionen bereits in 2011 abgeflossen ist. Dank der noch reichlich vorhandenen Verlustvorträge unterliegt die Softline AG lediglich den Grundsätzen der Mindestbesteuerung. Folglich sollte die Steuerquote auf Konzernebene mit 8,0 % sehr moderat ausfallen.

Gemäß unserer Annahme, dass die neuen Aktien im Rahmen der Kapitalmaßnahme erfolgreich platziert werden, beläuft sich die dann insgesamt ausstehende Aktienanzahl auf Gesamtjahresbasis 2011 auf 8,30 Mio. Bei einem für 2011 erwarteten Jahresüberschuss von 2,59 Mio. € bedeutet dies ein Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,31 €.

Der positive Trend der operativen Entwicklung sollte sich zudem im Jahr 2012 weiter fortsetzen. Wir erwarten hier einen Anstieg bei den Umsatzerlösen sowie beim operativen Ergebnis mit einer einhergehenden Verbesserung der Margensituation. Die Umsatzentwicklung der drei Geschäftsbereiche kann der obenstehenden Graphik entnommen werden. Die EBITDA-Marge sollte in 2012 auf 9,3 % zulegen. Das EPS sollte in 2012 nach unserer Einschätzung 0,58 € betragen.

SWOT-Analyse Softline AG

Stärken

- Management und Großaktionäre haben sich im Rahmen der Kapitalerhöhung beteiligt und dadurch ihr Vertrauen zum Ausdruck gebracht
- Sehr niedrige Steuerquote in den kommenden Jahren aufgrund der hohen vorhandenen Verlustvorträge
- Prometheus mit lang laufenden Rahmenverträgen mit führenden Systemintegratoren (T-Systems, HP, DELL, Fujitsu, IBM, Cancom)
- Viele hochkarätige Referenzen im Projektbereich
- Flächendeckender Vor Ort-Service in ganz Deutschland durch Prometheus Service Netzwerk
- Datenbank von Prometheus umfasst über 11.000 Freelancer
- Erfahrenes Management mit internationalem Netzwerk
- Solide finanzielle Lage nach der Kapitalmaßnahme

Schwächen

- Aufgrund der neuen Konzernstruktur kein valider Track-Record auf Konzernebene
- Hohe Abhängigkeit vom Vorstand aufgrund neuer Konzernstruktur

Chancen

- Zusätzliche Ergebnisbeiträge aus möglichen Akquisitionen unterliegen aufgrund der Verlustvorträge nur der Mindestbesteuerung
- Dynamisches Umsatzwachstum in den kommenden Jahren aufgrund der anorganischen Wachstumsstrategie
- Starkes Wachstum in den Marktsegmenten „Virtualisierung“, „Software as a Service“ sowie „Software Asset Management“ in den kommenden Jahren erwartet
- Akquisitorisches Umfeld aktuell günstig

Risiken

- Wachstum bei Prometheus kann zu einem temporär höheren Working Capital Bedarf führen
- Verschiebung von IT-Projekten und Investitionsverzögerungen auf Kundenseite
- Zu hohe Kaufpreise für Akquisitionen im Rahmen der anorganischen Wachstumsstrategie

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Softline 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 verwandt. Dieser beträgt derzeit ca. 3,0 %. Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46. Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten in Höhe von 11,0 %. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,0 %.

Modellannahmen

Die Softline AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010, 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz der Verstetigung von Werttreibern. Dabei rechnen wir mit einer nachhaltigen Steigerung beim Umsatz von 4,0 %. Die nachhaltige EBITDA-Marge beläuft sich in der Stetigkeitsphase auf 9,3 %. Die Steuerquote haben wir aufgrund der bestehenden Verlustvorträge sowie der zu zahlenden Mindestbesteuerung mit 8,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 % sowie eine konservative Steuerquote unter Berücksichtigung gesetzlicher Unwägbarkeiten von 29,8 %.

Im Rahmen unseres DCF-Modells rechnen wir mit einem Mittelzufluss aus der Kapitalerhöhung in Höhe von 12 Mio. €. Hierzu unterstellen wir die Ausgabe von 4,0 Mio. neuen Aktien. Die nach der Kapitalmaßnahme insgesamt ausstehende Aktienanzahl haben wir mit 8,30 Mio. angenommen. Als Kaufpreis für die Akquisitionen erwarten wir einen Kaufpreis von insgesamt 12 Mio. €. Davon werden nach unserer Schätzung im laufenden Geschäftsjahr 2010 noch 8 Mio. € als Kaufpreis abfließen. Die restlichen 4 Mio. € werden in Form von Earn-Out-Komponenten jeweils in den kommenden drei Jahren sukzessive an die Gesellschafter der übernommenen Firmen ausgezahlt.

Bewertungsfazit - Kurspotential von knapp 40 %

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis 2011 einen neuen fairen Wert für die Aktie der Softline AG in Höhe von 3,92 € (bisher: 2,82 €) ermittelt. Das neue Kursziel erklärt sich vor allem durch den deutlichen Umsatzanstieg in 2011 und 2012 in Verbindung mit einer höheren EBITDA-Marge als bislang erwartet.

Ausgehend von dem aktuellen Kurs und unter Berücksichtigung einer ausstehenden Aktienanzahl nach der Durchführung der Kapitalerhöhung von 8,30 Mio. beläuft sich das 2011er KGV auf rund 9. Der Verwässerungseffekt durch die Kapitalmaßnahme ist in unseren Modellannahmen bereits einbezogen. Das errechnete Kurspotential für die Aktie der Softline AG liegt bei knapp 40 % und somit stufen wir die Aktie mit dem **Rating Kaufen** ein.

Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	9,3%	ewige EBITA - Marge	7,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	16,7%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio.	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	10,40	45,00	60,00	62,40	64,90	67,49	70,19	73,00	
US Veränderung	940,0%	332,7%	33,3%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,20	15,00	15,00	14,18	13,41	12,68	11,99	11,33	
EBITDA	-2,12	3,07	5,60	5,82	6,05	6,30	6,55	6,81	
EBITDA-Marge	-20,4%	6,8%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	
EBITA	-2,24	2,80	5,20	5,02	5,17	5,33	5,48	5,64	
EBITA-Marge	-21,5%	6,2%	8,7%	8,0%	8,0%	7,9%	7,8%	7,7%	7,7%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	-0,22	-0,42	-0,40	-0,41	-0,43	-0,44	-0,45	
EBI (NOPLAT)	-2,24	2,58	4,78	4,62	4,76	4,90	5,05	5,19	29,8%
Kapitalrendite	-100,2%	36,8%	43,5%	33,0%	32,2%	31,3%	30,4%	29,6%	21,7%
Working Capital (WC)	5,00	8,00	10,00	10,40	10,82	11,25	11,70	12,17	
WC zu Umsatz	48,1%	17,8%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	
Investitionen in WC	-2,85	-3,00	-2,00	-0,40	-0,42	-0,43	-0,45	-0,47	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	2,00	3,00	4,00	4,40	4,84	5,32	5,86	6,44	
AFA auf OAV	-0,12	-0,27	-0,40	-0,80	-0,88	-0,97	-1,06	-1,17	
AFA zu OAV	6,0%	9,0%	10,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-2,04	-1,27	-1,40	-1,20	-1,32	-1,45	-1,60	-1,76	
Investiertes Kapital	7,00	11,00	14,00	14,80	15,66	16,57	17,56	18,61	
EBITDA	-2,12	3,07	5,60	5,82	6,05	6,30	6,55	6,81	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,22	-0,42	-0,40	-0,41	-0,43	-0,44	-0,45	
Investitionen gesamt	-12,89	-6,27	-4,40	-2,60	-1,74	-1,88	-2,05	-2,22	
Investitionen in OAV	-2,04	-1,27	-1,40	-1,20	-1,32	-1,45	-1,60	-1,76	
Investitionen in WC	-2,85	-3,00	-2,00	-0,40	-0,42	-0,43	-0,45	-0,47	
Investitionen in Goodwill	-8,00	-2,00	-1,00	-1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-15,01	-3,42	0,78	2,82	3,90	3,99	4,06	4,13	40,69

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	28,29	34,83
Barwert expliziter FCFs	8,71	13,09
Barwert des Continuing Value	19,58	21,74
Nettoschulden (Net debt)	-1,09	2,31
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	29,38	32,52
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	29,38	32,52
Ausstehende Aktien in Mio.	8,300	8,300
Fairer Wert der Aktie in	3,54	3,92

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	13,0%
WACC	11,0%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in

Kapitalrendite	WACC									
	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%	
13,7%	3,53	3,32	3,15	2,99	2,85	2,73	2,63	2,53	2,44	
15,7%	3,91	3,67	3,46	3,28	3,12	2,98	2,85	2,74	2,64	
17,7%	4,29	4,02	3,78	3,57	3,39	3,22	3,08	2,95	2,83	
19,7%	4,67	4,36	4,09	3,86	3,65	3,47	3,31	3,16	3,03	
21,7%	5,05	4,71	4,41	4,15	3,92	3,71	3,53	3,37	3,22	
23,7%	5,43	5,05	4,72	4,44	4,18	3,96	3,76	3,58	3,42	
25,7%	5,81	5,40	5,04	4,73	4,45	4,20	3,99	3,79	3,62	
27,7%	6,20	5,75	5,36	5,02	4,72	4,45	4,21	4,00	3,81	
29,7%	6,58	6,09	5,67	5,30	4,98	4,69	4,44	4,21	4,01	

Fazit

Dynamisches Wachstum in 2010 und 2011 erwartet - Kursziel angehoben

Das aktuelle Geschäftsjahr 2010 ist als Übergangsjahr für die Softline AG anzusehen. Im laufenden Geschäftsjahr wurden sowohl die finanziellen Voraussetzungen als auch die internen Strukturen geschaffen, um die geplante Wachstumsstrategie erfolgreich umzusetzen. Der Vorstand wurde im April 2010 um Dr. Knut Löschke erweitert. Die Softline Solutions GmbH mit Sitz in Leipzig ist seit Ende Juli operativ tätig und beschäftigt aktuell rund 65 Mitarbeiter. Die Umsatzerlöse sollten sich hier nach unserer Schätzung in 2010 bereits auf rund 1,5 Mio. € belaufen. Des Weiteren wurde eine erste Kapitalmaßnahme im Frühjahr 2010 durchgeführt, die einen Mittelzufluss von rund 6 Mio. € zur Folge hatte. Eine weitere vorgesehene Kapitalerhöhung soll die finanzielle Lage der Gesellschaft auf ein noch solides Fundament stellen.

Im Rahmen einer anorganischen Wachstumsstrategie sind mehrere Akquisitionen von europäischen IT-Unternehmen noch im laufenden Geschäftsjahr geplant. Durch diese Buy-and-Build-Strategie wird sich die Softline AG als ein führender, europaweit präsender IT-Dienstleister positionieren. Die Holding soll dabei als Dach für die gesamte Gruppe fungieren. Die Finanzierung der Zukäufe erfolgt über den Emissionserlös aus einer Kapitalerhöhung, die voraussichtlich im September 2010 stattfinden wird.

Wir erwarten bei der Softline AG aufgrund der angekündigten Wachstumsstrategie einen signifikanten Umsatzanstieg in den beiden kommenden Jahren 2011 und 2012. Das Wachstum sollte dabei sowohl aus organischer Kraft stammen als auch über die geplanten Übernahmen realisiert werden. Wir sehen für den Konzern bereits für das Geschäftsjahr 2011 ein Umsatzvolumen in Höhe von 45,0 Mio. € nach erwarteten 10,0 Mio. € im laufenden Geschäftsjahr. Einhergehend sollte sich auch die Ergebnissituation im Konzern deutlich verbessern. Das operative Ergebnis (EBIT) sollte nach unseren Schätzungen im Jahr 2011 bereits bei 2,80 Mio. € liegen, was einer EBIT-Marge von 6,2 % entspricht. Aufgrund der hohen steuerlich nutzbaren Verlustvorräte sehen wir den Jahresüberschuss in 2011 bei 2,59 Mio. € respektive einen Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von 0,31 €. Weitere Verbesserungen bei Umsatz und beim operativen Ergebnis sind im Geschäftsjahr 2012 zu erwarten.

Infolge der erfreulichen Perspektiven hinsichtlich der weiteren Geschäftsentwicklung haben wir unsere Prognosen angehoben und nunmehr ein neues Kursziel für die Aktie der Softline AG in Höhe von 3,92 € (bisher: 2,82 €) ermittelt. Auf der Basis des derzeitigen Aktienkurses sowie unter Berücksichtigung einer erhöhten Aktienanzahl nach der Durchführung der Kapitalerhöhung beläuft sich das erwartete 2011er KGV auf rund 9. Der Verwässerungseffekt durch die Kapitalmaßnahme ist in unseren Modellannahmen bereits entsprechend berücksichtigt worden. Mit einem Kurspotential von knapp 40 % sehen wir die Aktie von Softline weiterhin als unterbewertet an und stufen die Aktie somit mit dem Rating Kaufen ein.

Anhang

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

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

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

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden 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 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)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG 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 AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG 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 AG 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 Interessenskonflikte 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

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt, Finanzanalyst

§ 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