



Researchstudie (Anno)



**Für 2011 Rückkehr in die Gewinnzone erwartet -
2011 schafft Grundlage für einen nachhaltig
profitablen Wachstumskurs**

Kursziel: 2,73 €

Rating: Kaufen

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

Softline AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 2,73

aktueller Kurs: 1,76
27.7.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A1CSBR6

WKN: A1CSBR

Börsenkürzel: SFD1

Aktienanzahl³: 8,600

Marketcap³: 15,14
EnterpriseValue³: 9,14
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 43,1 %

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
Donner & Reuschel AG
CBS

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: 175 Stand: 31.3.2011

Gründung: 1983

Firmensitz: Leipzig

Vorstand: Bernd Wagner, Christoph Harvey,
Harry Kloosterman



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, Softline Solutions Netherlands B.V., Softline Solutions N.V, Softline Solutions AS, STR (Software Technology Services) S.a.r.l. und die Prometheus GmbH als 100%ige Töchter der Softline AG zur Softline Gruppe. Die Softline Solutions GmbH mit Sitz in Leipzig hat den Fokus auf die Bereiche Software Asset Management sowie IT-Infrastruktur-Consulting und Managed Services. Prometheus ist ein IT-Dienstleister für IT-Dienstleister, wie Hard- und Softwarehersteller und Systemhäuser, und besonders auf die Bereitstellung von Ressourcen spezialisiert.

Daten & Prognosen

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2009 | 31.12.2010* | 31.12.2011e | 31.12.2012e |
|----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz | 0,45 | 13,10 | 32,00 | 45,00 |
| EBITDA | -0,69 | -5,20 | 0,36 | 2,50 |
| EBIT | -0,70 | -5,30 | 0,16 | 2,10 |
| Jahresüberschuss | -0,71 | -5,30 | 0,16 | 1,95 |

* Pro Forma-Zahlen

Kennzahlen in EUR

| | | | | |
|--------------------|-------|-------|------|------|
| Gewinn je Aktie | -0,17 | -0,62 | 0,02 | 0,23 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Kennzahlen

| | | | | |
|-----------|--------|-------|-------|------|
| EV/Umsatz | 29,19 | 0,70 | 0,29 | 0,20 |
| EV/EBITDA | -19,04 | -1,76 | 25,38 | 3,65 |
| EV/EBIT | -18,77 | -1,72 | 57,10 | 4,35 |
| KGV | neg. | neg. | 94,60 | 7,76 |
| KBV | | 1,27 | | |

Finanztermine:

Datum: Ereignis

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

7.12.2010: RG / 3,92 / KAUFEN

27.10.2010: RS / 3,92 / KAUFEN

25.8.2010: RS / 3,92 / 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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

| | |
|---------------------------|------|
| Konsolidierungskreis..... | S. 1 |
| Akquisitionshistorie..... | S. 1 |

Markt und Marktumfeld

| | |
|----------------------------|------|
| Konjunktorentwicklung..... | S. 2 |
| Prognosen..... | S. 2 |

Unternehmensentwicklung & Prognose

| | |
|--|------|
| Geschäftsentwicklung 2010..... | S. 4 |
| Umsatz- und Ergebnisentwicklung..... | S. 4 |
| Bilanzielle und finanzielle Situation..... | S. 6 |
| SWOT-Analyse..... | S. 7 |
| Prognose und Modellannahmen..... | S. 8 |

Bewertung/ Fazit

| | |
|-----------------------------------|-------|
| DCF-Bewertung..... | S. 10 |
| Modellannahmen..... | S. 10 |
| Bestimmung der Kapitalkosten..... | S. 10 |
| Bewertungsergebnis..... | S. 10 |
| Fazit | S. 12 |

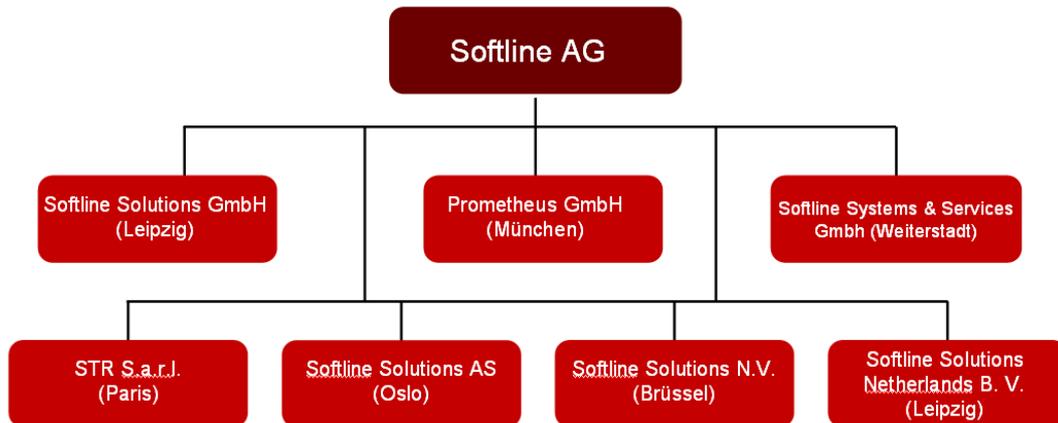
Anhang

| | |
|--|----|
| Disclaimer und Haftungsausschluss | II |
| Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG..... | IV |

Unternehmen

Konsolidierungskreis

Das nachstehende Schaubild zeigt die derzeitige Konzernstruktur der Softline AG.



Quelle: Softline, GBC

Akquisitionshistorie

Das nachfolgende Schaubild zeigt eine chronologische Auflistung der Neugründungen sowie Übernahmen im Rahmen der Expansionsstrategie zuzüglich der von uns erwarteten Umsatzerlöse im laufenden Geschäftsjahr 2011.

| Akquisitionen und Neugründungen der Softline AG | Zeitpunkt | Umsatz 2011e |
|--|---------------|--------------|
| Neugründung der Softline Solutions GmbH in Leipzig | Juli 2010 | ~ 6 Mio. € |
| Start der internationalen Expansion mit der Gründung der Softline Solutions Netherlands B.V. in Utrecht | Oktober 2010 | ~ 1,2 Mio. € |
| Akquisition des norwegischen IT-Dienstleister STOVER AS | Dezember 2010 | ~ 5,5 Mio. € |
| Neugründung der Softline Solutions N.V. in Zaventem bei Brüssel | Januar 2011 | ~ 0,8 Mio. e |
| Akquisition des französischen IT-Dienstleister STR (Software Technology Services) S.a.r.l. in Vélizy nahe Paris | Februar 2011 | ~ 3,5 Mio. € |
| Neugründung der Softline Systems & Services GmbH mit Sitz in Weiterstadt bei Frankfurt | Mai 2011 | ~ 5 Mio. € |

Quelle: Softline, GBC

Markt und Marktumfeld

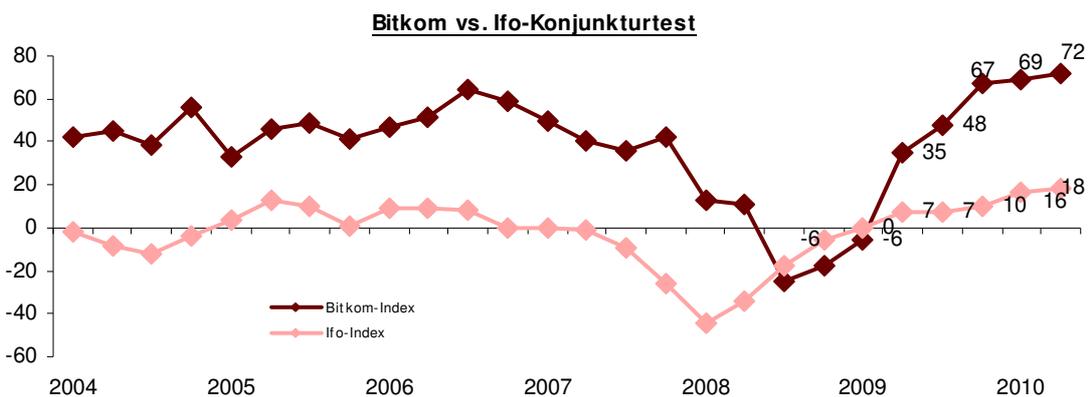
Konjunktorentwicklung - Weltwirtschaft und IT-Branche erholen sich stark

Die deutsche Wirtschaft konnte im Jahr 2010 sowohl von der erhöhten Investitionsbereitschaft im Inland als auch von der wiedererstarkten Auslandsnachfrage ein BIP-Wachstum von 3,6 % verzeichnen. Und auch die Prognosen des Internationalen Währungsfonds (IWF) stimmen weiterhin zuversichtlich. So erwartet der IWF 2011 ein Wirtschaftswachstum von 3,1 % in Deutschland. Zudem hat das ifo-Institut kürzlich seine Prognose für Deutschland aufgrund der anhaltend positiven Geschäftslage deutlich von 2,4 % auf 3,3 % Wirtschaftswachstum angehoben. Die günstigen Finanzierungsbedingungen der Unternehmen sowie die hohe inländische Investitionsbereitschaft in Deutschland werden auch 2012 für ein solides Wirtschaftswachstum von prognostizierten 2,3 % sorgen. Die Weltwirtschaft dürfte ebenfalls, trotz zahlreicher Störfeuer wie der Verschuldungskrise mehrerer EU-Staaten sowie der stockenden Konjunkturerholung in den USA dennoch abermals um 4,3 % anziehen. Ungebremstes Wachstum, mit zum Teil zweistelligen prozentualen Wachstumsraten, beweisen hier weiterhin vor allem die Länder in den Emerging Markets wie China, Indien und Brasilien.

Hinsichtlich der künftigen Entwicklung des IT-Marktes sind die aktuellen Erwartungen ebenso als sehr optimistisch einzuordnen. Der europäische IT-Branchenverband European Information Technology Observatory (EITO) erwartet auf Basis der erfreulichen Branchenkonjunktur im ersten Halbjahr 2011 sowie der anhaltend positiven Geschäftslage für das Gesamtjahr 2011 einen weltweiten Nachfrageanstieg in der IT-Branche um 4,3 %. Mit selbiger Wachstumsrate sollte der deutsche IT-Markt auf 68,6 Mrd. € anwachsen. Für den europäischen Raum prognostiziert EITO einen Anstieg des IT-Marktvolumens auf 314,6 Mrd. €, was einer deutlichen Steigerung um 2,9 % entspricht. Für 2012 wird mit einem beschleunigten Branchenwachstum von 5,3 % der erstmalige Anstieg über die Umsatzschwelle von 1 Billion € im weltweiten IT-Markt erwartet.

Prognosen - Rekordwerte beim BITKOM-Index, Erholung auch in Europa

Laut dem vom Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien (BITKOM) veröffentlichten BITKOM-Index hat sich das Geschäftsklima in der ITK-Branche im 1. Quartal 2011 auf ein Allzeithoch - seit Beginn der Erhebung der Daten vor 10 Jahren - verbessert. Die Konjunkturmfrage ergab, dass 78 % der Anbieter von Informationstechnik, Telekommunikation und Unterhaltungselektronik in den ersten drei Monaten des Jahres steigende Umsätze im Vergleich zum Vorjahresquartal verbuchten.



Quelle: BITKOM, GBC

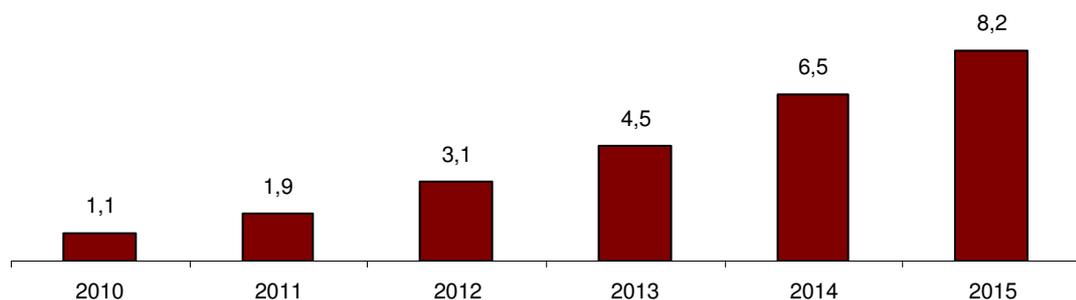
Die Nachfrage im IT-Sektor ist demnach ungebrochen hoch, wodurch aktuell 87 % der befragten Unternehmen für den weiteren Geschäftsverlauf positiv gestimmt sind. Neben der anhaltend positiven Wirtschaftslage zeichnete sich für diese Entwicklung vor allem ein deutlicher Nachfrageanstieg nach neuen Produkten und Lösungen wie Tablet-PCs, Smartphones und im besonderen Cloud-Computing verantwortlich.

Im Verhältnis zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland ist hier ein noch positiveres Stimmungsbild zu erkennen. Denn der Ifo-Index, ein gesamtwirtschaftlicher Indikator und damit das Pendant zum Branchenindex des BITKOM, hat in den letzten Quartalen eine deutlich geringere Dynamik aufgezeigt. Zwar zeigt der BITKOM-Index im Krisenjahr auch für den IT-Markt eine Eintrübung des Geschäftsklimas an, doch das Umsatzniveau in der deutschen IT-Branche verhielt sich vergleichsweise robust und konnte somit auf einem hohen Niveau gehalten werden, was für eine geringe Konjunktursensitivität in wirtschaftlich schwierigen Jahren spricht.

Markt für Cloud Computing mit rasanten Wachstumsraten

Unter „Cloud Computing“ ist im Kern ein modernes Konzept zu verstehen, in dem ein Teil der IT-Landschaft (wie Software, Netzwerkkapazitäten, Datenspeicher oder Rechenzentrum) dynamisch an den Bedarf des jeweiligen Nutzers angepasst und über ein Netzwerk zur Verfügung gestellt wird. Die Nutzer mieten diesen Dienst bei einem oder mehreren Anbieter an, dadurch kann auf den kostspieligen Eigenbetrieb der IT-Infrastruktur teilweise verzichtet werden, was enorme Einsparpotenziale birgt. Dieses moderne Konzept verspricht aufgrund der vielfältigen Vorteile für die Nutzer starkes Wachstumspotenzial. Der Markt für Cloud Computing stellt mittlerweile einen bedeutenden Teil des IT-Gesamtmarktes dar. Die Experton Group erwartet ein Umsatzwachstum in Deutschland von 1,1 Mrd. € im Jahr 2010 auf bis zu 8,2 Mrd. € im Jahr 2015. Damit wird der Bereich des Cloud Computings in etwa ein Zehntel zum gesamten IT-Marktes beisteuern wird.

Marktvolumen für Cloud Computing in Deutschland (in Mrd. €)



Quelle: Experton Group, GBC

Auf Basis der Prognosen des Researchhauses Experton Group wird der Markt für Cloud Computing bis 2015 dynamisch mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 49,5 % wachsen. Bereits 2011 werden mehr als die Hälfte der Softwareanbieter in Deutschland in etwa 10 Prozent ihres Umsatzes mit cloudbasierten Produkten verbuchen. Aufgrund dieser Wachstumsstärke stellt dieses Segment einen äußerst forschungs- und investitionsintensiven Teilbereich des IT-Gesamtmarktes dar.

Zur weiteren Förderung dieser modernen Konzepte und der Aufrechterhaltung der Konkurrenzfähigkeit des deutschen IT-Marktes initiierte das Bundeswirtschaftsministerium unter anderem ein dreijähriges Aktionsprogramm über 30 Mio. € zur Förderung von Pilotprojekten. Die besondere Wachstumsstärke des Marktes führt jedoch gleichzeitig zu einem hart umkämpften Marktumfeld. Neben den Branchenführern wie SAP, Microsoft und IBM nehmen auch vermehrt kleinere Unternehmen eine wichtige Marktstellung ein. Diese behaupten sich im Wesentlichen durch eine höhere Flexibilität und eine stärkere Spezialisierung gegenüber den Marktführern, welche oftmals größenbedingte Finanzierungs- und Kostenvorteile im Speziellen bei größeren Projekten realisieren können.

Geschäftsentwicklung 2010

| in Mio. € | GJ 2009 | Δ 2009/2010 | GJ 2010* |
|------------------|---------|-------------|----------|
| Umsatzerlöse | 1,6 | +718,8 % | 13,1 |
| EBITDA | -0,7 | k. A. | -5,2 |
| EBITDA-Marge | neg. | k. A. | neg. |
| EBIT | -0,7 | k. A. | -5,3 |
| EBIT-Marge | neg. | k. A. | neg. |
| Jahresüberschuss | -0,7 | k. A. | -5,3 |
| EPS in € | neg. | k. A. | neg. |

*Zahlen auf Pro-Forma-Basis

Quelle: Softline; GBC

Umsatz- und Ergebnisentwicklung

Da für das abgelaufene Geschäftsjahr 2010 noch kein testierter Konzernabschluss vorliegt sind, die Geschäftszahlen aus dem Jahresabschluss der Softline AG nur bedingt aussagekräftig. Die insgesamt vier Akquisitionen im Ausland sowie die Neugründung der Softline Solutions erfolgten allesamt in der zweiten Jahreshälfte, so dass die Unternehmen nur anteilig zum Konzernergebnis beigetragen hätten. Jedoch hat die Gesellschaft Zahlen auf einer Pro-Forma Konzernbasis veröffentlicht.

Für das laufende Gesamtjahr 2011 wird dann erstmalig ein Konzernabschluss erstellt werden, welcher den derzeitigen Konsolidierungskreis der Softline-Gruppe (Prometheus, Softline Solutions, Softline Systems & Services sowie die vier ausländischen Tochterunternehmen) vollständig berücksichtigt. Die Softline Systems & Services GmbH mit Sitz in Weierstadt bei Frankfurt, welche sich auf Komplettlösungen in den Bereichen Data Management, Storage und komplexen Serverumgebungen für Rechenzentren fokussiert hat, wird dann ebenfalls konsolidiert sein. Das operative Geschäft startete hier im Mai 2011.

Auf einer Pro-Forma Basis hätten die Umsatzerlöse der gesamten Softline-Gruppe im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 bei rund 13,1 Mio. € gelegen. Dies entspricht einem deutlichen Umsatzzuwachs von rund 60 % gegenüber dem vergleichbaren Umsatzniveau des Vorjahres in Höhe von rund 7,8 Mio. €. Die Tochtergesellschaft Prometheus lieferte hierbei mit einem Umsatzvolumen von rund 6 Mio. € den größten Beitrag der Beteiligungen. Die bereits in 2010 erzielten Umsatzerlöse der Tochtergesellschaft Softline Solutions schätzen wir auf rund 0,5 Mio. €. Die ausländischen Tochtergesellschaften Softline Solutions AS, STR sowie Softline B. V. sollten auf Pro-Forma Basis im Gesamtjahr 2010 kummuliert Umsätze von mehr als 6 Mio. € erreicht haben.

Die Personalkosten auf Konzernebene lagen in 2010 bei rund 6,8 Mio. €. Diese wurden durch insgesamt drei Unternehmensneugründungen maßgeblich beeinflusst. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 wurden allein bei der neu gegründeten Tochtergesellschaft Softline Solutions GmbH über 60 Mitarbeiter neu eingestellt, die kostenseitig den Umsätzen entsprechend vorangelaufen sind. Die hohen Anlaufkosten sind folglich vornehmlich bei der Softline Solutions angefallen. Daraus resultierte nach unserer Schätzung ein Verlust von knapp 2 Mio. € in 2010. Mittlerweile sind im Konzernverbund rund 165 Mitarbeiter beschäftigt.

Des Weiteren wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 2,5 Mio. € wesentlich durch M&A-Beratungskosten für die getätigten Übernahmen sowie durch Bankgebühren in Verbindung mit den beiden erfolgreichen Kapitalerhöhungen geprägt.

Der Jahresüberschuss auf Konzernebene ist nach den Pro-Forma-Zahlen mit rund -5,3 Mio. € deutlich negativ ausgefallen. Der hohe Verlust erklärt sich somit neben den angefallenen Kosten im Zusammenhang mit den Akquisitionen und den Kapitalmaßnahmen vor allem durch die Anlaufkosten der neu gegründeten Softline Solutions GmbH und der niederländischen Tochtergesellschaft sowie durch notwendig gewordene Restrukturierungsmaßnahmen bei einer der Akquisitionen.

Im AG-Abschluss belief sich der Jahresfehlbetrag im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 auf -2,16 Mio. €. Der Verlust ist dabei neben den operativen Kosten der Holding auf die Aufwendungen für die Kapitalerhöhungen sowie auf die Beratungskosten im Zusammenhang mit der internationalen Expansionsstrategie der Gesellschaft zurückzuführen.

Bilanzielle Situation - Sehr solide Eigenkapitalausstattung

| in Mio. €* Eigenkapital | GJ 2009 0,03 | GJ 2010 16,20 |
|----------------------------|-----------------|------------------|
| <i>EK-Quote</i> | 3,8 % | 85,8 % |
| Nettoliquidität | 0,14 | 6,80 |
| Operatives Anlagevermögen | 0,02 | 0,35 |

*Angaben beziehen sich auf die AG

Quelle: Softline; GBC

Die bilanzielle Analyse der Softline AG bezieht sich auf den Jahresabschluss der AG. Dank der zwei erfolgreich durchgeführten Kapitalmaßnahmen im abgelaufenen Geschäftsjahr 2010 ist die finanzielle Situation der Gesellschaft inzwischen als sehr solide einzustufen. Das Eigenkapital belief sich zum 31.12.2010 auf 16,20 Mio. €. Bei einer Bilanzsumme von 18,88 Mio. € entspricht dies einer sehr hohen Eigenkapitalquote von annähernd 86 %. Im Konzern belief sich das Eigenkapital auf Pro-Forma-Basis zum 31.12.2010 auf 11,88 Mio. €. Folglich lag die Eigenkapitalquote mit knapp 71 % ebenfalls auf einem guten Niveau.

Die Aktivseite der AG-Bilanz wird durch zwei Positionen dominiert. Auf der einen Seite lagen die Finanzanlagen zum Jahresende bei 10,96 Mio. € und auf der anderen Seite verfügte die Softline AG zum Stichtag 31.12.2010 über liquide Mittel in Höhe von 6,80 Mio. €. Die Finanzanlagen betreffen dabei neben den deutschen Tochtergesellschaften Softline Solutions und Prometheus auch die Tochtergesellschaften in den Niederlanden, in Belgien, in Norwegen sowie in Frankreich. Dabei beinhalten die Finanzanlagen ein Darlehen an die Prometheus in Höhe von 3,70 Mio. € sowie ein Darlehen an die Softline Solutions in Höhe von 1,47 Mio. €.

Die sonstigen Verbindlichkeiten in der AG-Bilanz bestanden im Wesentlichen aus zwei Gesellschafterdarlehen über rund 2 Mio. €, welche jeweils mit 7,0 % verzinst werden. Ansonsten sind die anderen Posten auf der Passivseite der AG-Bilanz zu vernachlässigen. Es bestehen darüber hinaus keine Earn-Out Verpflichtungen aus den getätigten Akquisitionen.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Softline AG über eine sehr komfortable Liquiditätsausstattung verfügt, welche den notwendigen finanziellen Spielraum für die weitere Expansion der Gruppe gewährleistet. Zudem sind die liquiden Mittel bei den einzelnen Tochterunternehmen zu berücksichtigen. Im Konzern betragen die frei verfügbaren liquiden Mittel Ende 2010 rund 8,2 Mio. €.

SWOT - ANALYSE

Stärken

- Hohe Eigenkapitalquote und hoher Bestand an liquiden Mittel
- Hohe vorhandene Verlustvorträge von über 30 Mio. € führen zu einer dauerhaft Steuerentlastung
- Internationale Präsenz mit Niederlassungen in Belgien, Holland, Norwegen und Frankreich
- Gute Marktpositionierung im Bereich Software Asset Management
- Flächendeckender Vor Ort-Service in Deutschland durch Prometheus Service Netzwerk
- Erfahrenes Management mit internationalem Netzwerk
- Lang laufende Rahmenverträge mit führenden Systemintegratoren (T-Systems, HP, DELL, Fujitsu, IBM und CANCOM)

Schwächen

- Hohe Abhängigkeit von einzelnen Managementmitgliedern
- Aufgrund der neuen Struktur noch kein valider Track-Record auf Konzernebene

Chancen

- Zusätzliche Ergebnisbeiträge aus möglichen Akquisitionen unterliegen aufgrund der Verlustvorträge nur der Mindestbesteuerung
- Starkes Marktwachstum in den Bereichen „Virtualisierung“, „Software Asset Management“ und „Managed Services“ in den kommenden Jahren erwartet

Risiken

- Akquisitionen bringen noch nicht die erhofften Ergebnisbeiträge
- Verzögerungen von IT-Projekten und Investitionsverzögerungen auf Kundenseite
- Zu hohe Kaufpreise für Übernahmen im Rahmen der Wachstumsstrategie

Prognose und Modellannahmen

| in Mio. € | GJ 2010* | GJ 2011e | GJ 2012e |
|------------------|----------|--------------|--------------|
| Umsatzerlöse | 13,1 | 32,00 | 45,00 |
| EBITDA (Marge) | -5,2 | 0,36 (1,1 %) | 2,50 (5,6 %) |
| EBIT (Marge) | -5,3 | 0,16 (0,5 %) | 2,10 (4,7 %) |
| Jahresüberschuss | -5,3 | 0,16 | 1,95 |
| EPS | neg. | 0,02 | 0,23 |

*Zahlen auf Pro-Forma-Basis

Quelle: GBC

Umsatzprognosen - Deutliches Wachstum voraus

Nach der nunmehr abgeschlossenen Neuausrichtung ist der Fokus klar auf das Wachstum des operativen Geschäfts sowie das Erreichen einer nachhaltigen Profitabilität gerichtet. Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2011 einen deutlichen Umsatzzuwachs bei der Softline AG. Für den gesamten Konzern rechnen wir für 2011 mit einem Umsatzzuwachs auf dann 32,00 Mio. €. Gegenüber der vergleichbaren Umsatzbasis von 13,1 Mio. € bedeutet dies ein signifikantes Wachstum.

Die Expansionsstrategie von Softline soll auch in Zukunft weiter fortgesetzt werden. Diese Strategie beinhaltet auch weiteres anorganisches Wachstum. Die finanziellen Voraussetzungen sind hierfür dank der gesunden Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung hinreichend gegeben. Allerdings haben wir mögliche weitere Übernahmen nicht im Rahmen unserer aktuellen Schätzungen berücksichtigt.

Die größte Tochtergesellschaft Prometheus sollte nach unserer Einschätzung im laufenden Geschäftsjahr 2011 einen deutlichen Umsatzzuwachs auf 10,0 Mio. € verzeichnen. Neben einem deutlich verbesserten konjunkturellen Umfeld im IT-Sektor sollte die Gesellschaft von den bestehenden laufenden Rahmenverträgen mit den führenden Systemintegratoren, wie Hewlett-Packard, Computacenter, Fujitsu und CANCOM, profitieren. Die Systemhäuser CANCOM, Computacenter und Bechtle erzielten im ersten Quartal 2011 allesamt dynamische Umsatzzuwächse von über 20 % und zeigten sich außerdem zuversichtlich für den weiteren Jahresverlauf.

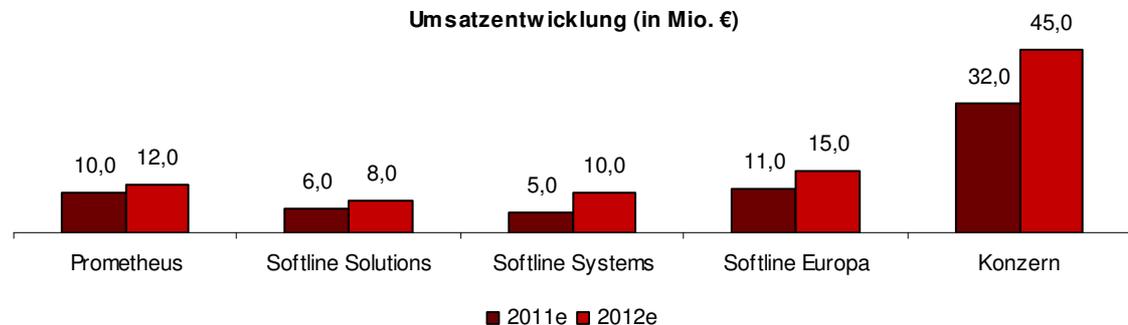
Vor allem bei der Tochtergesellschaft Softline Solutions gehen wir von einem signifikanten Umsatzzuwachs im laufenden Geschäftsjahr 2011 aus. Im ersten vollen Geschäftsjahr seit der Gründung Mitte 2010 rechnen wir mit einer wesentlich besseren Auslastung der Beratungsmannschaft. Hier sollte die Gesellschaft insbesondere von den Kernkompetenzen sowie der Erfahrung der Mitarbeiter in den Bereichen Software Asset Management, Multivendor Premier Support, Managed Services sowie in der Software-Lizenzberatung profitieren. In Leipzig sind aktuell rund 65 Mitarbeiter beschäftigt. Den Umsatzbeitrag der Softline Solutions sehen wir in 2011 bei 6,0 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahresumsatz von rund geschätzten 0,5 Mio. € eine signifikante Verbesserung darstellt. Jedoch rechnen wir auf operativer Ebene noch mit einem geringen Verlust.

Die neu gegründete Softline Systems & Services mit Sitz in Weiterstadt nahe Frankfurt, welche sich auf Komplettlösungen in den Bereichen Data Management, Storage und komplexen Serverumgebungen für Rechenzentren fokussiert hat, sollte nach unserer Einschätzung in 2011 bereits einen Umsatz in Höhe von rund 5,0 Mio. € erzielen bei einem leicht positiven operativen Ergebnis. Hier konnte bislang eine deutsche Bank als neuer Großkunde gewonnen werden. Die Gesellschaft ist erst seit Mai 2011 operativ tätig und beschäftigt aktuell rund 10 Mitarbeiter.

Als ein wesentlicher Wachstumstreiber in 2011 sollte sich die Softline Europe erweisen. Diese umfasst dabei die Tochtergesellschaften in Belgien, in den Niederlanden, in Norwegen sowie in Frankreich. Es erfolgt ebenfalls erstmalig eine ganzjährige Vollkonsolidierung. Im laufenden Geschäftsjahr 2011 sieht unsere Umsatzschätzung für die Softline Europe einen Wert in Höhe

von 11,0 Mio. € vor. Das norwegische IT-Unternehmen Softline Solutions AS sollte nach unserer Einschätzung dabei mit über 5 Mio. € die größte Auslandsbeteiligung sein.

Das nachstehende Schaubild zeigt unsere Umsatzverteilung nach den verschiedenen Bereichen für die beiden Geschäftsjahre 2011 respektive 2012.



Quelle: GBC

Ergebnisprognosen - Rückkehr in die Gewinnzone erwartet

Auf der Ergebnisseite gehen wir davon aus, dass die Softline AG im laufenden Geschäftsjahr 2011 in die Gewinnzone zurückkehren wird. Allerdings sollte der operative Gewinn in 2011 noch auf einem moderaten Niveau liegen, der nicht das Ertragspotential der bestehenden Gruppe entsprechend widerspiegelt. Auch in 2011 ist noch mit weiteren Integrationskosten zu rechnen. Trotz des deutlichen Umsatzanstiegs bei der Tochtergesellschaft Softline Solutions infolge der besseren Kapazitätsauslastung erwarten wir hier noch einen geringen Verlust für das Jahr 2011.

In Verbindung mit den Holding-Kosten von geschätzten 1,5 Mio. € sehen wir das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) für 2011 bei 0,36 Mio. €. Unter Berücksichtigung der Abschreibungen (insbesondere aus der Kaufpreisallokation) von 0,20 Mio. € sollte sich das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) in 2011 annahmegemäß auf 0,16 Mio. € belaufen und damit wieder positiv ausfallen.

Somit sollte der Softline AG nach einer langjährigen Verlustphase wieder der operative Turn-Around gelingen. Das laufende Geschäftsjahr 2011 sollte somit die Grundlage für einen nachhaltigen profitablen Wachstumskurs schaffen. Mittelfristig strebt das Management wieder eine branchenübliche EBIT-Marge zwischen 7 und 9 % an. Dabei soll das Umsatzvolumen auf Konzernebene die Schwelle von 50 Mio. € übertreffen. Unsere Schätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2011 bestätigen diese Entwicklung. In 2011 erwarten wir einen weiteren Anstieg der Konzernumsätze auf dann 45,0 Mio. €. Gleichzeitig soll sich das EBIT in 2011 auf 2,12 Mio. € erhöhen, was einer EBIT-Marge von 4,7 % entspricht.

Dank der noch reichlich vorhandenen Verlustvorträge von über 30 Mio. € unterliegt die Gesellschaft in den kommenden Jahren nur der Mindestbesteuerung, so dass sich die Konzernsteuerquote auf einem sehr moderaten Niveau bewegen wird. Dies sollte dann auch entsprechend positive Wirkung auf den freien Cash Flow haben.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die Softline AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2011 und 2012 in Phase 1, erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 % angenommen. Als Ziel-EBITDA-Marge haben wir 7,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der bestehenden Verlustvorträge ab 2013 mit 8,0 % 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 Steuerquote von 29,80 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Softline AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind 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 3,25 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,0 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,0 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,0 %.

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,0 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als Kursziel 2,73 €.

Softline - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

| consistency - Phase | | final - Phase | |
|----------------------------------|-------|----------------------------------|-------|
| Umsatzwachstum | 4,0% | ewiges Umsatzwachstum | 2,0% |
| EBITDA-Marge | 7,0% | ewige EBITA - Marge | 5,8% |
| AFA zu operativen Anlagevermögen | 20,0% | effektive Steuerquote im Endwert | 29,8% |
| Working Capital zu Umsatz | 15,0% | | |

dreistufiges DCF - Modell:

| Phase in Mio. | estimate | | consistency | | | | | | final Endwert |
|-------------------------------------|----------|----------|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------------|
| | GJ 2011e | GJ 2012e | GJ 2013e | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e | GJ 2017e | GJ 2018e | |
| Umsatz (US) | 32,00 | 45,00 | 46,80 | 48,67 | 50,62 | 52,64 | 54,75 | 56,94 | |
| US Veränderung | 7077,9% | 40,6% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 4,0% | 2,0% |
| US zu operativen Anlagevermögen | 24,62 | 22,50 | 18,72 | 18,03 | 17,36 | 16,72 | 16,10 | 15,50 | |
| EBITDA | 0,36 | 2,50 | 3,28 | 3,41 | 3,54 | 3,69 | 3,83 | 3,99 | |
| EBITDA-Marge | 1,1% | 5,6% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | 7,0% | |
| EBITA | 0,16 | 2,10 | 2,88 | 2,91 | 3,00 | 3,10 | 3,20 | 3,31 | |
| EBITA-Marge | 0,5% | 4,7% | 6,1% | 6,0% | 5,9% | 5,9% | 5,8% | 5,8% | 5,8% |
| Steuern auf EBITA zu EBITA | 0,00 | -0,17 | -0,23 | -0,23 | -0,24 | -0,25 | -0,26 | -0,26 | -0,26 |
| EBI (NOPLAT) | 0,16 | 1,93 | 2,65 | 2,67 | 2,76 | 2,85 | 2,95 | 3,04 | |
| Kapitalrendite | 4,7% | 36,5% | 31,1% | 28,1% | 27,6% | 27,2% | 26,7% | 26,2% | 19,4% |
| Working Capital (WC) | 4,00 | 6,50 | 7,02 | 7,30 | 7,59 | 7,90 | 8,21 | 8,54 | |
| WC zu Umsatz | 12,5% | 14,4% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | |
| Investitionen in WC | -0,91 | -2,50 | -0,52 | -0,28 | -0,29 | -0,30 | -0,32 | -0,33 | |
| Operatives Anlagevermögen (OAV) | 1,30 | 2,00 | 2,50 | 2,70 | 2,92 | 3,15 | 3,40 | 3,67 | |
| AFA auf OAV | -0,20 | -0,40 | -0,40 | -0,50 | -0,54 | -0,58 | -0,63 | -0,68 | |
| AFA zu OAV | 15,4% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | |
| Investitionen in OAV | -1,15 | -1,10 | -0,90 | -0,70 | -0,76 | -0,82 | -0,88 | -0,95 | |
| Investiertes Kapital | 5,30 | 8,50 | 9,52 | 10,00 | 10,51 | 11,05 | 11,61 | 12,21 | |
| EBITDA | 0,36 | 2,50 | 3,28 | 3,41 | 3,54 | 3,69 | 3,83 | 3,99 | |
| Steuern auf EBITA | 0,00 | -0,17 | -0,23 | -0,23 | -0,24 | -0,25 | -0,26 | -0,26 | |
| Investitionen gesamt | -2,06 | -3,60 | -1,42 | -0,98 | -1,05 | -1,12 | -1,20 | -1,28 | |
| Investitionen in OAV | -1,15 | -1,10 | -0,90 | -0,70 | -0,76 | -0,82 | -0,88 | -0,95 | |
| Investitionen in WC | -0,91 | -2,50 | -0,52 | -0,28 | -0,29 | -0,30 | -0,32 | -0,33 | |
| Investitionen in Goodwill | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | |
| Freie Cashflows | -1,70 | -1,27 | 1,63 | 2,19 | 2,26 | 2,32 | 2,38 | 2,44 | 23,53 |
| Wert operatives Geschäft (Stichtag) | 18,39 | 21,69 | | | | | | | |
| Barwert expliziter FCFs | 7,08 | 9,13 | | | | | | | |
| Barwert des Continuing Value | 11,31 | 12,56 | | | | | | | |
| Nettoschulden (Net debt) | -5,10 | -3,85 | | | | | | | |
| Barwert aller Optionsrechte | 0,00 | 0,00 | | | | | | | |
| Wert des Eigenkapitals | 23,49 | 25,54 | | | | | | | |
| Fremde Gewinnanteile | 0,00 | 0,00 | | | | | | | |
| Wert des Aktienkapitals | 23,49 | 25,54 | | | | | | | |
| Ausstehende Aktien in Mio. | 8,600 | 8,600 | | | | | | | |
| Fairer Wert der Aktie in | 2,73 | 2,97 | | | | | | | |

| Kapitalkostenermittlung : | |
|---------------------------|--------------|
| risikolose Rendite | 3,3% |
| Marktrisikoprämie | 5,5% |
| Beta | 1,41 |
| 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% |
| 11,4% | 2,45 | 2,35 | 2,27 | 2,19 | 2,13 | 2,07 | 2,02 | 1,97 | 1,93 |
| 13,4% | 2,67 | 2,55 | 2,45 | 2,36 | 2,28 | 2,21 | 2,14 | 2,09 | 2,04 |
| 15,4% | 2,89 | 2,75 | 2,63 | 2,52 | 2,43 | 2,35 | 2,27 | 2,21 | 2,15 |
| 17,4% | 3,11 | 2,95 | 2,81 | 2,69 | 2,58 | 2,49 | 2,40 | 2,33 | 2,26 |
| 19,4% | 3,34 | 3,15 | 2,99 | 2,85 | 2,73 | 2,62 | 2,53 | 2,44 | 2,37 |
| 21,4% | 3,56 | 3,35 | 3,17 | 3,02 | 2,88 | 2,76 | 2,66 | 2,56 | 2,48 |
| 23,4% | 3,78 | 3,55 | 3,35 | 3,18 | 3,03 | 2,90 | 2,78 | 2,68 | 2,59 |
| 25,4% | 4,00 | 3,75 | 3,54 | 3,35 | 3,19 | 3,04 | 2,91 | 2,80 | 2,69 |
| 27,4% | 4,22 | 3,95 | 3,72 | 3,51 | 3,34 | 3,18 | 3,04 | 2,92 | 2,80 |

Fazit

Deutliches Wachstum in 2011 voraus, Rückkehr in die Gewinnzone erwartet

Die Softline AG hat sich nach der nunmehr abgeschlossenen Phase der Neuausrichtung sowie den getätigten Akquisitionen und Neugründungen als ein führendes IT-Unternehmen im Cloud Computing Umfeld etabliert. Der operative Fokus liegt hier mit der eigenen Lösung SAMmanaged auf dem Bereich Software Asset Management. Der Konsolidierungskreis umfasst inzwischen sieben Gesellschaften. Mit Niederlassungen in Belgien, in den Niederlanden, in Frankreich und in Norwegen ist die Unternehmensgruppe zudem international gut positioniert. Inzwischen sind im Konzern europaweit rund 165 Mitarbeiter beschäftigt.

Die eingeleitete Expansionsstrategie soll auch in Zukunft fortgesetzt werden. Dies soll auch über weiteres anorganisches Wachstum erfolgen. Die finanziellen Voraussetzungen hierfür sehen wir dank einer gesunden Kapitalausstattung mit einer Eigenkapitalquote von mehr als 70 % sowie einer Nettoliquidität von mehr als 8 Mio. € als hinreichend gegeben an. Allerdings haben wir mögliche weitere Akquisitionen nicht im Rahmen unserer Schätzungen berücksichtigt.

In 2011 sollte nach einer langjährigen Verlustphase wieder der operative Turn-Around gelingen. Das laufende Geschäftsjahr 2011 schafft somit die Grundlage für einen nachhaltigen profitablen Wachstumskurs. Das klar formulierte Ziel der Softline AG ist es, die Unternehmensgruppe als einen marktführenden IT-Anbieter im Bereich des Cloud Computing zu etablieren und die Umsatzschwelle von 50 Mio. € im Jahre 2012 zu erreichen. Auf mittelfristige Sicht sollte der Konzern den eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen bei einer nachhaltigen Profitabilität mit EBIT-Margen im Bereich von 7 % bis 9 %.

Wir erwarten für das laufende Geschäftsjahr 2011 einen deutlichen Umsatzzuwachs bei der Softline AG. Auf Konzernebene rechnen wir für 2011 mit einem Umsatzzuwachs auf dann 32,00 Mio. €. Das EBIT sollte nach unserer Schätzung mit 0,16 Mio. € wieder leicht positiv ausfallen. Jedoch ist in 2011 noch mit weiteren Integrationskosten zu rechnen. So ist insbesondere bei der Tochtergesellschaft Softline Solutions trotz eines deutlichen Umsatzzuwachses infolge der besseren Kapazitätsauslastung noch von einem geringen Verlust in 2011 auszugehen.

Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir auf Basis 2011 ein neues Kursziel für die Aktie der Softline AG in Höhe von 2,73 € (bisher: 3,92 €) ermittelt. Auf der Grundlage des aktuellen Aktienkurses sowie unter Berücksichtigung einer insgesamt ausstehenden Aktienanzahl von nunmehr 8,60 Mio. Stück errechnet sich ein Kurspotential für die Aktie der Softline AG von mehr als 50 %. Somit stufen wir die Aktie der Softline AG 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 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 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 Angebotsschreiben 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. Aktiensplitts, 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 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

Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), Stellv. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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