



## **Researchstudie (Anno)**



**„Umstrukturierungs- und Fokussierungsmaßnahmen zeigen Wirkung – Positives EBITDA in 2014 erwartet“**

**Kursziel: 1,10 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21**

## Softline AG\*<sup>5</sup>

**Rating: KAUFEN**  
**Kursziel: 1,10**

Aktueller Kurs: 0,71

28.11.2014 / 13:39 / ETR

Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A1CSBR6

WKN: A1CSBR

Börsenkürzel: SFD1

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 9,762

Marketcap<sup>3</sup>: 6,93

Enterprise Value<sup>3</sup>: 8,94

<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 44,40 %

Transparenzlevel:

m:access

Marktsegment:

Freiverkehr

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.2014

Designated Sponsor:

CBS

### Analysten:

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

Dominik Gerbing  
gerbing@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite 22

### Unternehmensprofil

Branche: IT/Software

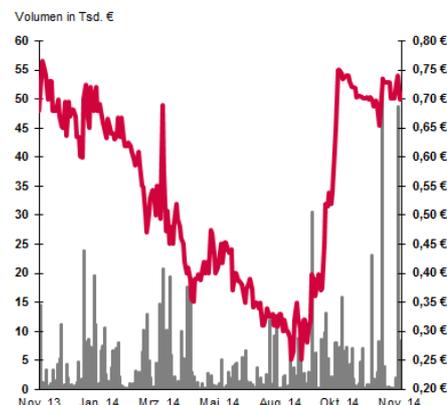
Fokus: IT-Asset Management /  
IT-Consulting

Mitarbeiter: 127 Stand: 30.09.2014

Gründung: 1983

Firmensitz: Leipzig

Vorstand: Martin A. Schaletzky



Die Softline AG ist ein international tätiger Anbieter von IT-Dienstleistungen mit dem Fokus auf die Bereiche IT-Asset Management und IT-Consulting. Der Konzern verfügt über Standorte in Deutschland, Belgien, Frankreich und den Niederlanden und besitzt eine umfangreiche und etablierte Kundenbasis. Zum Konzern gehören dabei die Tochterunternehmen in Deutschland Softline Solutions GmbH (Software Asset Management-SAM, IT-Consulting), Prometheus GmbH (Managed Services und Recruiting), XPERTLINK GmbH (Recruiting). Innerhalb Europas ist der Konzern über die Tochtergesellschaften Softline Solutions Netherlands B.V. (SAM) in den Niederlanden sowie in Belgien mit der Softline Solutions N.V. (SAM) und in Frankreich durch die Softline France (SAM) vertreten. Besonders die globalen Trends des Big Data, Industrie 4.0 und des Cloud Computings bieten für die Softline AG in Zukunft ein attraktives Potenzial.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	27,33	18,50	20,35	22,59
EBITDA	-1,27	0,22	0,83	1,66
EBIT	-3,11	-1,18	-0,57	0,26
Jahresüberschuss	-3,38	-1,43	-0,76	0,08

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	-0,35	-0,15	-0,08	0,01
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

### Kennzahlen

EV/Umsatz	0,33	0,48	0,44	0,40
EV/EBITDA	-7,04	40,64	10,73	5,39
EV/EBIT	-2,88	-7,58	-15,77	34,38
KGV	-2,05	-4,85	-9,16	86,63
KBV	0,00			

### Finanztermine


### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating


\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Das Geschäftsjahr 2013 und insbesondere das Jahr 2014 waren geprägt von der erfolgreichen Umstrukturierung der Softline AG, hin zu einem reinen IT-Beratungshaus mit dem Fokus auf Software Asset Management und IT-Infrastruktur Management, inklusive Beratungs- und Servicedienstleistungen.
- Trotz der rückläufigen Umsatzerlöse (-20,1 %), die aus den Veräußerungen von nicht länger zum Kerngeschäft zählenden Aktivitäten resultierten, konnte die Rohertragsmarge durch die Reduzierung der Materialaufwendungen von 35,8 % auf 41,6 % erfolgreich gesteigert werden. Gleichzeitig konnten die Personalaufwendungen sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen reduziert werden. Der deutliche Umsatzrückgang konnte jedoch nicht vollständig kompensiert werden. Das EBITDA betrug entsprechend -1,27 Mio. €, nach -1,19 Mio. € im Vorjahr.
- Aufgrund in 2013 weggefallener Abschreibungen auf Finanzanlagen in Höhe von -1,95 Mio. € verbesserte sich der Jahresfehlbetrag von -4,88 Mio. € in 2012 auf -3,38 Mio. € in 2013.
- Im bisherigen Geschäftsverlauf 2014 zeigt die Fokussierungsstrategie der Softline AG bereits Wirkung und die Margen- sowie Ergebnissituation konnte trotz stark gesunkener Umsatzerlöse deutlich verbessert werden.
- Innerhalb der ersten neun Monate 2014 erzielte die Softline AG ein Umsatzniveau in Höhe von 15,78 Mio. € und lag damit um 15,6 % unter dem Vorjahreswert. Der Rückgang resultiert dabei aus der Fokussierung auf margenstarke Projekte und dem Auslaufen von unprofitablen Projekten sowie der Trennung von Tochtergesellschaften, die nicht zur Strategie der Fokussierung auf margenstarke Geschäftsfelder passten.
- Die Rohertragsmarge des Konzerns konnte durch die Fokussierung auf margenstarke Aufträge von 41,5 % zum 31.12.2013 auf 54,1 % zum 30.09.2014 weiter gesteigert werden. Durch eine deutliche Reduzierung der Personalaufwendungen sowie der sonstigen betrieblichen Aufwendungen erzielte die Softline AG nach neun Monaten ein positives EBITDA in Höhe von 0,13 Mio. € (VJ: -0,50 Mio. €).
- Für das Gesamtjahr gehen wir von einem Umsatzniveau von 18,50 Mio. € und einer weiteren Margenverbesserung aus. Das EBITDA dürfte unserer Einschätzung nach auf Gesamtjahresbasis bei 0,22 Mio. € liegen. Für die nachfolgenden Geschäftsjahre 2015 und 2016 gehen wir bei steigenden Umsatzerlösen sowie einem stabilen und profitablen Margenniveau von einer deutlichen Verbesserung der operativen Ergebniskennzahlen (EBITDA und EBIT) aus.
- **Die Softline AG hat mit den eingeleiteten Umstrukturierungsmaßnahmen sowie der Konzentration auf die beiden Bereiche Software Asset Management und IT-Asset und Service Management den Grundstein für einen möglichen Turnaround gelegt. Durch die neue Positionierung am Markt sollte das Unternehmen von den beiden Mega-Trends im IT-Markt, Cloud Computing und Big Data, profitieren können. Bei einem deutlich verbesserten Margenniveau ist daher bei steigenden Umsatzerlösen mit einer wesentlichen Verbesserung der operativen Lage zu rechnen. Auf Basis der DCF-Analyse haben wir einen fairen Wert je Aktie von 1,10 € ermittelt.**

## INHALTSVERZEICHNIS

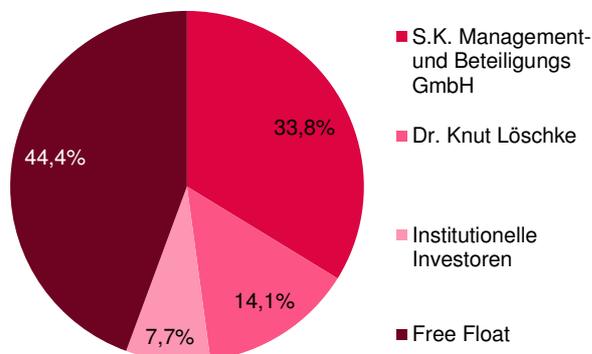
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Wichtige Kunden der Softline AG .....	4
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>5</b>
Deutscher Markt für Informations- und Telekommunikationstechnologie (ITK) .....	5
Cloud Computing mit enormen Wachstumspotenzialen .....	5
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>7</b>
Kennzahlen im Überblick .....	7
Geschäftsentwicklung in 2013 .....	8
Umsatzentwicklung .....	8
Ergebnisentwicklung .....	9
Geschäftsentwicklung im 1. Halbjahr 2014 .....	11
Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten 2014 .....	12
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2013 .....	13
SWOT Analyse .....	15
Prognose und Modellannahmen .....	16
Umsatzprognosen .....	16
Ergebnisprognosen .....	17
<b>Bewertung .....</b>	<b>19</b>
Modellannahmen .....	19
Bestimmung der Kapitalkosten .....	19
Bewertungsergebnis .....	19
<b>DCF-Modell .....</b>	<b>20</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>21</b>

## UNTERNEHMEN

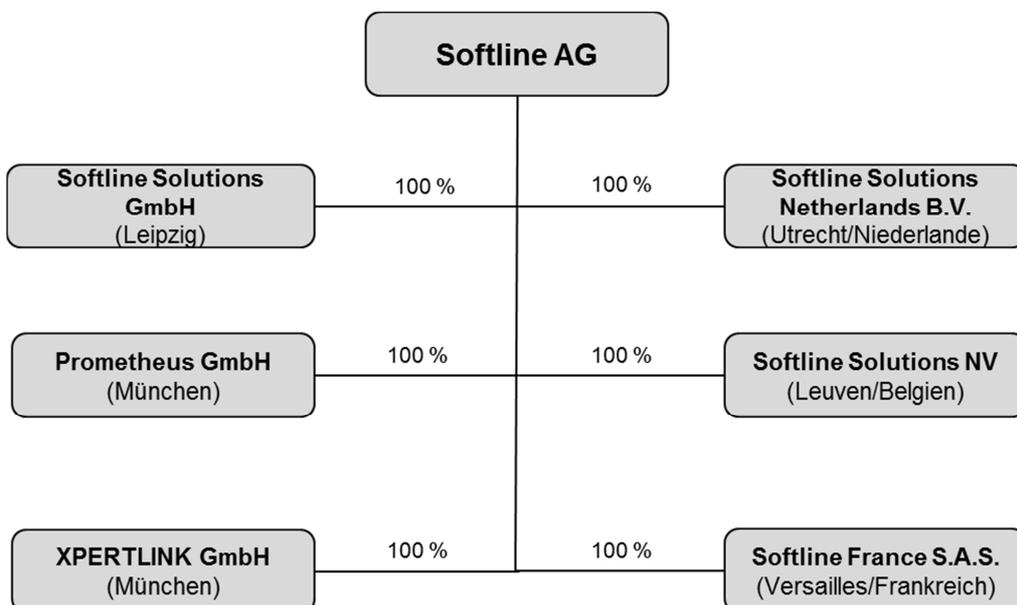
### Aktionärsstruktur

S.K. Management- und Beteiligungs GmbH	33,80%
Dr. Knut Löschke	14,10%
Institutionelle Investoren	7,70%
Free Float	44,40%

Quelle: Softline AG, GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: Softline AG, GBC AG

### Wichtige Kunden der Softline AG



Quelle: Softline AG, GBC AG

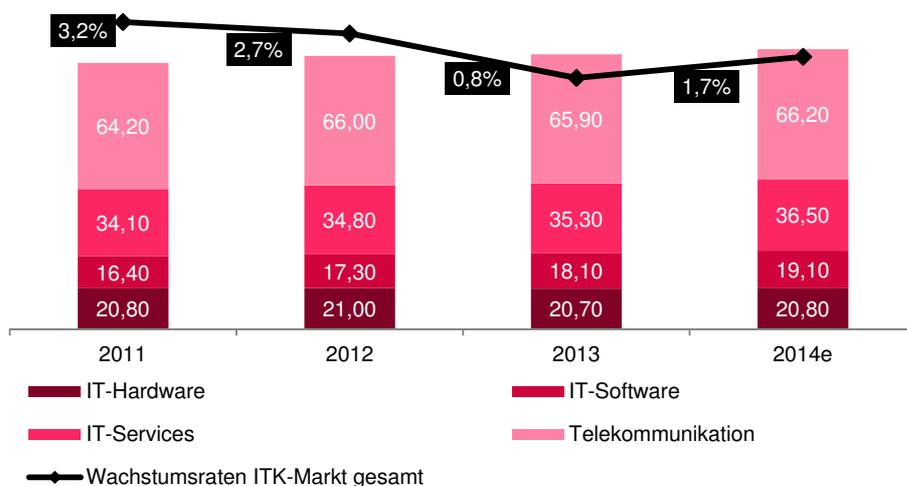
## MARKT UND MARKTUMFELD

### Deutscher Markt für Informations- und Telekommunikationstechnologie (ITK)

Die deutsche Wirtschaft ist auch in einem etwas schwächeren Umfeld weiterhin intakt. Zwar wurden die Wachstumsprognosen leicht nach unten angepasst, jedoch steht mit einem erwarteten Wachstum für 2014 von 1,2 % und für 2015 von 1,3 % auch in Zukunft eine positive Steigerungsrate zu Buche (Bundesministerium der Finanzen). Während diese Wachstumsraten für die deutsche Gesamtwirtschaft prognostiziert sind, bietet der deutsche ITK-Markt laut des Branchenverbandes BITKOM mit 1,7 % ein leicht überproportionales Wachstumspotenzial.

Betrachtet man die Prognose des Bundesverbandes Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) genauer, so stellt sich heraus, dass insbesondere der für die Softline AG wichtige IT-Software-Markt mit 5,3 % sowie der Bereich IT-Services mit 3,2 % erhöhtes Potenzial bieten. Durch die in 2013 und 2014 durchgeführte Fokussierungsstrategie und die Ausrichtung auf Software Asset Management (SAM) und IT-Consulting sollte die Gruppe von diesen guten Wachstumsaussichten in Zukunft profitieren können.

#### Marktvolumen innerhalb des deutschen ITK-Marktes (in Mrd. €)

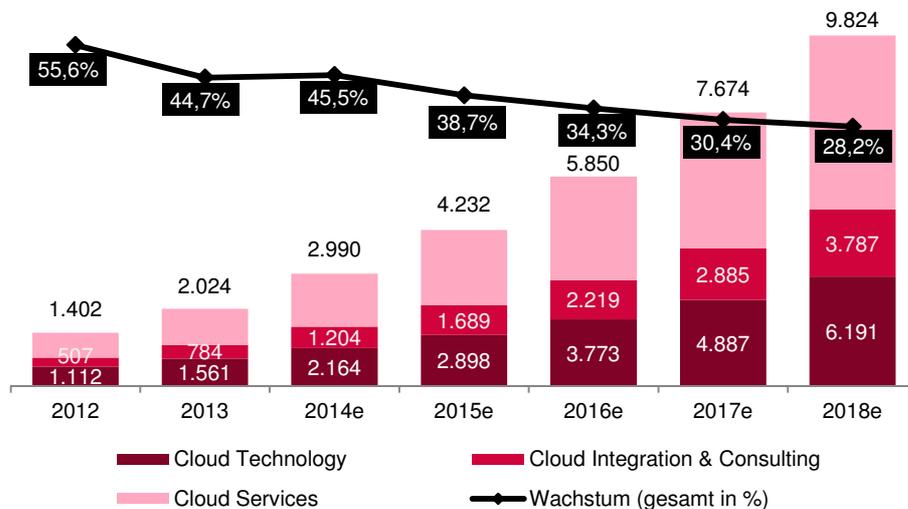


Quelle: BITKOM, GBC AG

### Cloud Computing mit enormen Wachstumspotenzialen

Innerhalb des Bereiches IT-Infrastruktur Consulting deckt die Softline AG den wichtigen und stark wachsenden Markt des Cloud Computings ab. Sowohl für Unternehmen als auch für Privatpersonen ist - beziehungsweise wird - die zunehmend wachsende Datenmenge und deren Speicherung sowie Verwaltung und damit das Thema Cloud Computing an Bedeutung gewinnen. Die Branchenexperten von Experton Group gehen dabei von einem durchschnittlichen Wachstum zwischen 2012 und 2018 von 39,4 % pro Jahr aus. Während das Marktvolumen für Deutschland im Jahr 2012 noch bei 1,94 Mrd. € lag, soll dieses laut Experton in 2018 bei insgesamt 19,80 Mrd. € liegen.

**Marktvolumen im Bereich Cloud Computing in Deutschland bis 2018 (in Mio. €)**

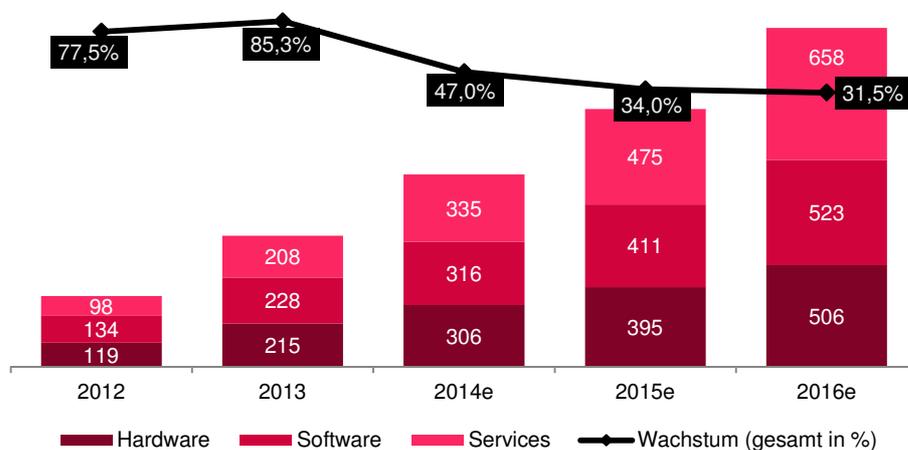


Quelle: Experton Group, GBC AG

Die Softline AG deckt über ihre Tochtergesellschaften alle Bereiche wie Planung, Implementierung, Betrieb und Beratung sowie die damit verbundenen Umsatzpotenziale des Cloud Computings ab. Die Unternehmen werden zunächst die organisatorischen Voraussetzungen schaffen müssen, um Cloud Computing optimal nutzen zu können. Hier greift der Planungs- und Implementierungsansatz der Softline Gruppe, während im Nachgang durch entsprechende Beratungs- und Dienstleistungen sowie die Gewährung der IT- und Datensicherheit ein funktionierendes System gewährleistet wird, um die Vorteile des Cloud Computing optimal umsetzen und nutzen zu können.

Ein Grund für das starke Wachstum des Marktvolumens für Cloud-Anwendungen ist die sogenannte Big Data Entwicklung innerhalb des IT-Marktes. Durch immer größere Datenmengen werden die Erfassung, Speicherung sowie eine schnelle und effiziente Analyse und Auswertung immer wichtiger (BITKOM). Hier schätzt die Experton Group das Gesamtvolumen nach 956,30 Mio. € in 2014 auf 1,69 Mrd. € in 2016. Das jährliche Wachstum für den deutschen Big Data Markt beträgt demnach zwischen 2012 und 2016 53,5 %. Sowohl im Bereich Software, als auch im Bereich Services, sollte die Softline-Gruppe von dieser positiven Entwicklung profitieren können.

**Marktvolumen des deutschen Big Data Marktes bis 2016 (in Mio. €)**



Quelle: Experton Group, GBC AG

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

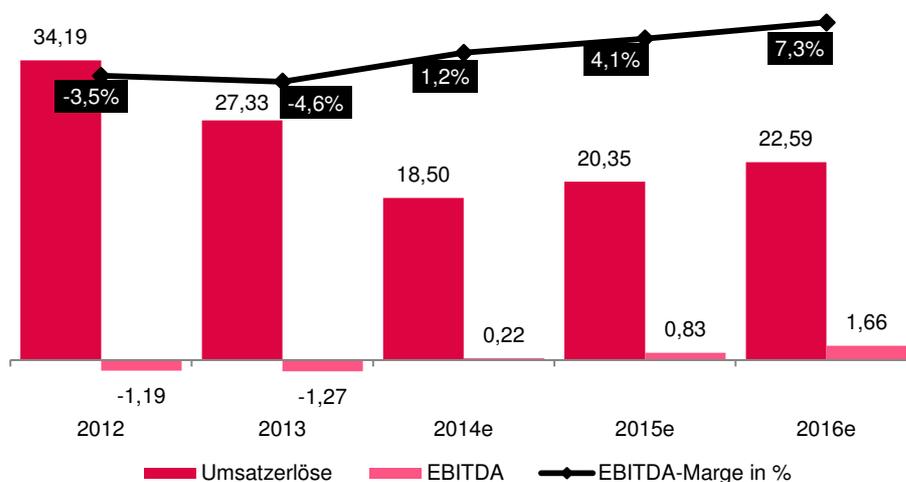
GuV (in Mio. €)	GJ 2012		GJ 2013		GJ 2014e		GJ 2015e		GJ 2016e	
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>34,19</b>	<b>100 %</b>	<b>27,33</b>	<b>100 %</b>	<b>18,50</b>	<b>100 %</b>	<b>20,35</b>	<b>100 %</b>	<b>22,59</b>	<b>100 %</b>
Bestandsveränderungen	-0,32	-0,9 %	-0,31	-1,1 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,51	4,4 %	0,55	2,0 %	0,40	2,2 %	0,40	2,0 %	0,40	1,8 %
Materialaufwand	-23,15	-67,7 %	-16,22	-59,4 %	-8,88	-48,0 %	-9,72	-47,8 %	-10,73	-47,5 %
<b>Rohergebnis</b>	<b>12,24</b>	<b>35,8 %</b>	<b>11,36</b>	<b>41,6 %</b>	<b>10,02</b>	<b>54,2 %</b>	<b>11,03</b>	<b>54,2 %</b>	<b>12,26</b>	<b>54,3 %</b>
Personalaufwand	-9,28	-27,1 %	-8,87	-32,5 %	-7,50	-40,5 %	-7,75	-38,1 %	-7,95	-35,2 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4,15	-12,1 %	-3,76	-13,7 %	-2,30	-12,4 %	-2,45	-12,0 %	-2,65	-11,7 %
<b>EBITDA</b>	<b>-1,18</b>	<b>-3,5 %</b>	<b>-1,28</b>	<b>-4,7 %</b>	<b>0,22</b>	<b>1,2 %</b>	<b>0,83</b>	<b>4,1 %</b>	<b>1,66</b>	<b>7,3 %</b>
Abschreibungen	-1,51	-4,4 %	-1,83	-6,7 %	-1,40	-7,6 %	-1,40	-6,9 %	-1,40	-6,2 %
<b>EBIT</b>	<b>-2,69</b>	<b>-7,9 %</b>	<b>-3,11</b>	<b>-11,4 %</b>	<b>-1,18</b>	<b>-6,4 %</b>	<b>-0,57</b>	<b>-2,8 %</b>	<b>0,26</b>	<b>1,2 %</b>
Zinserträge	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
Abschreibungen auf Finanzanlagen	-1,95	-5,7 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
Zinsaufwendungen	-0,12	-0,3 %	-0,25	-0,9 %	-0,25	-1,4 %	-0,19	-0,9 %	-0,18	-0,8 %
<b>EBT</b>	<b>-4,75</b>	<b>-13,9 %</b>	<b>-3,35</b>	<b>-12,3 %</b>	<b>-1,43</b>	<b>-7,7 %</b>	<b>-0,76</b>	<b>-3,7 %</b>	<b>0,08</b>	<b>0,4 %</b>
Außerordentliche Aufwendungen	0,00	0,00 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
Ertragssteuern	-0,06	-0,2 %	0,01	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
Sonstige Steuern	-0,07	-0,2 %	-0,04	-0,2 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %	0,00	0,0 %
<b>Konzernjahresergebnis</b>	<b>-4,88</b>	<b>-14,3 %</b>	<b>-3,38</b>	<b>-12,4 %</b>	<b>-1,43</b>	<b>-7,7 %</b>	<b>-0,76</b>	<b>-0,8 %</b>	<b>0,08</b>	<b>0,0 %</b>

<b>EBITDA</b>	<b>-1,18</b>	<b>-1,28</b>	<b>0,22</b>	<b>0,83</b>	<b>1,66</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-3,5 %</i>	<i>-4,7 %</i>	<i>1,2 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>7,3 %</i>
<b>EBIT</b>	<b>-2,69</b>	<b>-3,11</b>	<b>-1,18</b>	<b>-0,57</b>	<b>0,26</b>
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>-7,9 %</i>	<i>-11,4 %</i>	<i>-6,4 %</i>	<i>-2,8 %</i>	<i>1,2 %</i>
<b>Ergebnis je Aktie in €</b>	<b>-0,54</b>	<b>-0,35</b>	<b>-0,15</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,01</b>
Aktienzahl in Mio. Stück	9,06	9,54	9,76	9,76	9,76

Quelle: Softline AG, GBC AG

### Umsatz- und Ergebnisentwicklung Softline AG (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

## Geschäftsentwicklung in 2013

Da im Geschäftsjahr 2012 erstmalig ein Konzernabschluss erstellt wurde, können aussagekräftige und vergleichbare operative Zahlen erst ab dem Jahr 2012 zur Verfügung gestellt werden. Gleichzeitig hat sich seit dem Konzernabschluss 2012 der Konsolidierungskreis der Softline AG geändert und umfasst zum 31.12.2013 sieben Tochterunternehmen, nach neun im Vorjahr. Darüber hinaus sind die Zahlen in den Jahren 2012 und 2013 nur teilweise als Grundlage für die zukünftige Entwicklung der Softline AG nutzbar, da in 2013 und 2014 eine Umstrukturierung des Unternehmens und der Prozesse sowie eine Transformation hin zu einem reinen IT-Beratungshaus vollzogen wurde. In diesem Entwicklungsprozess wurde der bisherige Hardware-Bereich aufgegeben und eine Fokussierung auf die Bereiche IT-Asset Management und IT-Consulting durchgeführt.

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013
Umsatzerlöse	34,19	-20,1 %	27,33
Rohergebnis	12,24	-7,2 %	11,36
<i>Rohertrags-Marge</i>	<i>35,8 %</i>	<i>+ 5,8 Pp.</i>	<i>41,6 %</i>
EBITDA	-1,19	-7,3 %	-1,27
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>negativ</i>		<i>negativ</i>
EBIT	-2,69	-15,4 %	-3,11
<i>EBIT-Marge</i>	<i>negativ</i>		<i>negativ</i>
Jahresfehlbetrag	-4,88	30,7 %	-3,38

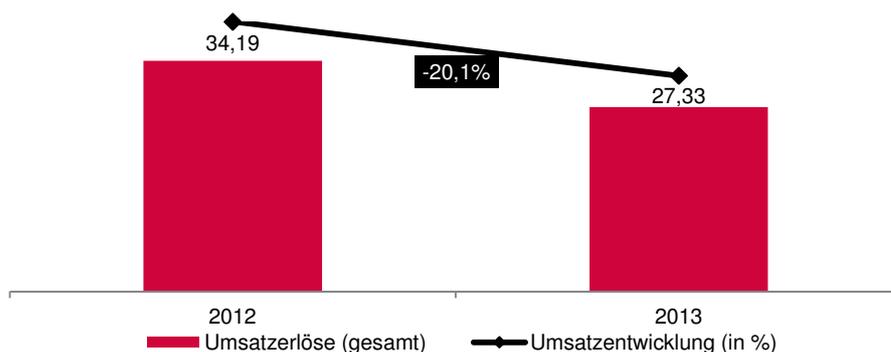
Quelle: Softline AG, GBC AG

### Umsatzentwicklung

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2013 war für die Softline AG ein eher durchwachsenes Jahr, welches durch rückläufige Umsätze und weitere Um- und Restrukturierungsmaßnahmen gekennzeichnet war. So wurde in 2013 die Fokussierungsstrategie auf die Kerngeschäftsbereiche Software Asset Management (SAM) und IT-Service-Management (ITSM) und die entsprechenden Kernmärkte weiter vorangetrieben und der Bereich Hardware vollständig aufgegeben. Des Weiteren wurden Investitionen in den Ausbau der Vertriebsstruktur und des Marketings sowie in den Bereichen Projektleitung und Consulting getätigt.

Aufgrund des zyklischen Investitionsbedarfs der Kunden der Softline AG sowie der Nichtfortführung unprofitabler Projekte, lagen die Umsatzerlöse in 2013 mit 27,33 Mio. € rund 20 % unter dem Vorjahreswert von 34,19 Mio. €. Dabei wurden 17,24 Mio. € im zweiten Halbjahr erwirtschaftet, was einer deutlich positiveren Entwicklung als in den ersten sechs Monaten des Geschäftsjahres 2013 entsprach. Der deutliche Anstieg im zweiten Halbjahr konnte den schwächeren Jahresstart jedoch nicht kompensieren.

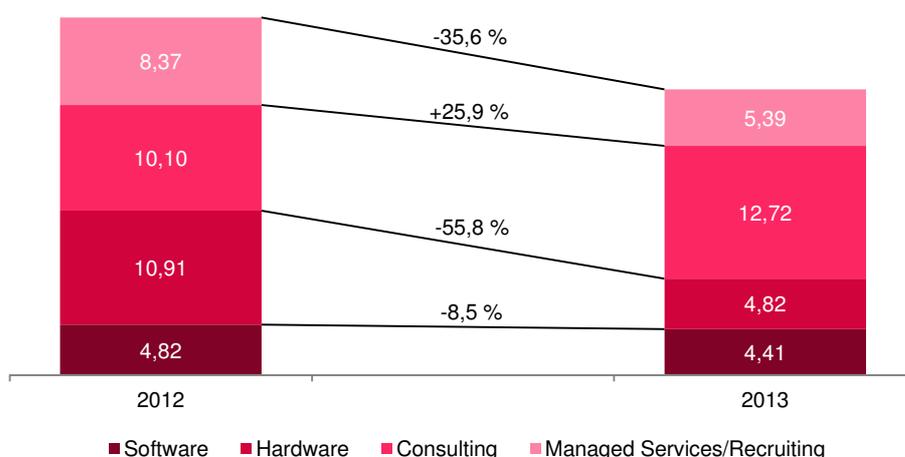
### Umsatzentwicklung 2012 / 2013 (in Mio. €)



Quelle: Softline AG, GBC AG

Der Umsatzrückgang ist vornehmlich auf die Entwicklung in zwei Bereichen der Softline AG zurückzuführen. Insbesondere im Bereich Hardware mussten unter anderem aufgrund des zyklischen Orderverhaltens der Kunden Umsatzeinbußen von 55,9 % hingenommen werden. Zu berücksichtigen ist hier jedoch, dass der Bereich Hardware im Rahmen der Fokussierungsstrategie auf die wachstumsstarken Bereiche SAM und ITSM sowie aufgrund von fehlender Profitabilität in Zukunft nur noch geringfügig zu den Umsätzen beitragen wird. Neben dem stark rückläufigen Umsatz im Segment Hardware waren auch die Erlöse im Bereich Managed Services/Recruiting deutlich unter dem Niveau von 2012. Mit 5,39 Mio. € ergab sich hier ein Rückgang in 2013 um 35,6 %.

### Umsatzentwicklung nach Bereichen (in Mio. €)



Quelle: Softline AG, GBC AG

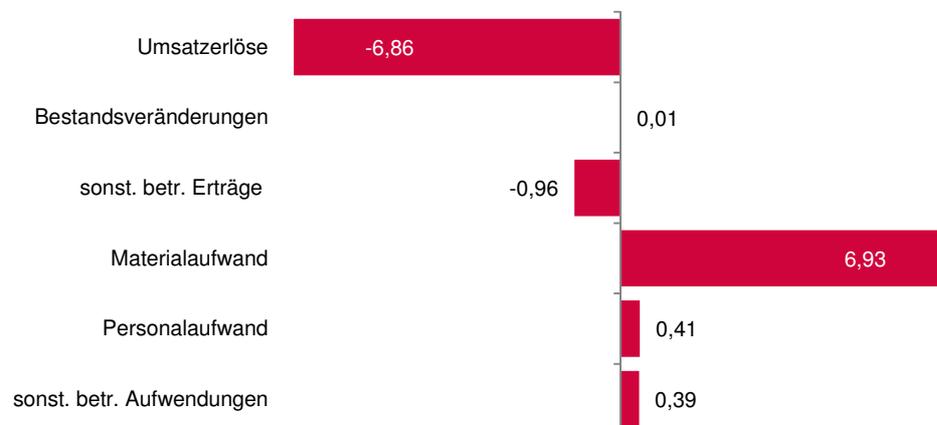
Sehr erfreulich hingegen war die Entwicklung im Segment Consulting. Hier konnten die ersten Erfolge aus der Fokussierungsstrategie und den entsprechenden Investitionen realisiert werden. Infolge der durchgeführten Maßnahmen stiegen die Umsatzerlöse von 10,10 Mio. € um 25,9 % auf 12,72 Mio. €. Im Bereich Software konnte die Softline AG die Umsatzerlöse trotz der Umstrukturierungsmaßnahmen weitgehend stabil halten. Diese lagen mit 4,41 Mio. € annähernd auf dem Niveau des Vorjahres von 4,82 Mio. €.

### Ergebnisentwicklung

Beim Ergebnis war die Entwicklung im Geschäftsjahr 2013 im Vergleich zur Umsatzentwicklung deutlich erfreulicher. Während die Umsätze deutlich zurückgingen, konnte die Rohertragsmarge von 35,8 % auf 41,6 % gesteigert werden und ist bereits als Erfolg der eingeführten Fokussierungsstrategie zu werten. Damit erzielte die Softline AG ein Rohergebnis von 11,36 Mio. €, nach 12,24 Mio. € im Vorjahr. Durch einen um 15 auf 143 Mitarbeiter reduzierten Personalbestand verringerte sich entsprechend der Personalaufwand von 9,28 Mio. € in 2012 auf 8,87 Mio. € in 2013.

Ebenfalls positiv hervorzuheben ist die Verringerung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen. Betrugten diese in 2012 noch insgesamt 4,15 Mio. €, so konnten sie in 2013 auf 3,76 Mio. € gesenkt werden und sind insbesondere auf reduzierte Verwaltungskosten zurückzuführen. Aufgrund der erhöhten Rohertragsmarge und einer verbesserten Kostenstruktur bei den Personalaufwendungen und den sonstigen betrieblichen Aufwendungen konnte der Konzern trotz des Umsatzrückganges um rund 20 % ein nahezu konstantes EBITDA erzielen. Nach -1,19 Mio. € in 2012 betrug das EBITDA in 2013 -1,27 Mio. €, was einer Minderung um 7,3 % entspricht.

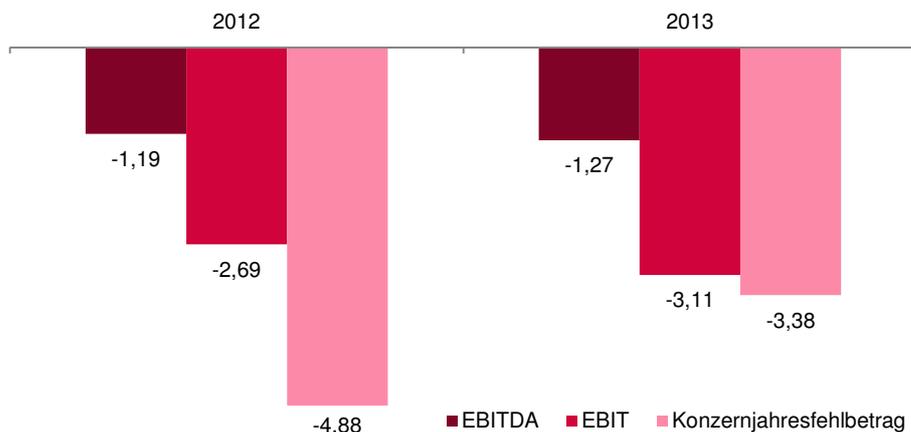
### EBITDA-Differenzanalyse 2012 – 2013 (in Mio. €)



Quelle: Softline AG, GBC AG

Im Gegensatz zum Personalaufwand stiegen die Abschreibungen in 2013 leicht auf 1,83 Mio. € an (VJ: 1,51 Mio. €). Ursache für den leichten Anstieg waren außerplanmäßige Abschreibungen in Höhe von 0,39 Mio. €. Diese entfielen mit 0,16 Mio. € auf geleistete Anzahlungen und mit 0,24 Mio. € auf entgeltlich erworbene gewerbliche Rechte und ähnliche Rechte. Beim erworbenen Goodwill erfolgte in 2013 - wie bereits im Geschäftsjahr 2012 - eine planmäßige Abschreibung in Höhe von 1,27 Mio. €. Da der Geschäfts- oder Firmenwert innerhalb des Konzerns insgesamt über fünf Jahre abgeschrieben wird, ist für die kommenden drei Jahre ebenfalls mit Abschreibungen in dieser Größenordnung zu rechnen. Nach dem Jahr 2016 dürfte der Wegfall der Goodwill-Abschreibungen in Höhe von 1,27 Mio. € jedoch zu einer deutlichen Ergebnisverbesserung führen.

### Ergebnisentwicklung in 2012 / 2013 (in Mio. €)



Quelle: Softline AG, GBC AG

Die erhöhten Abschreibungen führten dazu, dass die Softline AG am Ende des Geschäftsjahres 2013 ein Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) in Höhe von -3,11 Mio. € erzielte und damit 15,4 % weniger als noch im Vorjahr mit -2,69 Mio. €. Nach einem im Vergleich zu 2012 deutlich verbesserten Finanzergebnis von -0,25 Mio. € (VJ: -2,06 Mio. €) und einem Steueraufwand in Höhe von 0,04 Mio. € ergab sich ein Jahresfehlbetrag von -3,38 Mio. €. Dieser lag aufgrund des Wegfalls der in 2012 angefallenen Sonderabschreibungen auf das Finanzanlagevermögen 30,7 % über dem Vorjahresverlust von -4,88 Mio. €.

Im Vorjahr wurden der Kauf der ASIST BVBA, Belgien, mit einem Volumen von 1,9 Mio. € rückabgewickelt und darüber hinaus ein an die Tochtergesellschaft Softline Solutions NV, Belgien, gewährtes Darlehen in Höhe von 0,3 Mio. € abgeschrieben. Diese beiden Sonderbelastungen des Finanzergebnisses fielen in 2013 nicht mehr an, was zur deutlichen Verbesserung des Finanzergebnisses und des Nachsteuerergebnisses führte. Auch in Zukunft sollte aus diesen beiden Geschäftsvorfällen mit keinen Belastungen mehr zu rechnen sein.

## Geschäftsentwicklung im 1. Halbjahr 2014

GuV (in Mio. €)	1. Halbjahr 2013	Δ zum VJ	1. Halbjahr 2014
Umsatzerlöse	10,09	-6,8 %	9,40
Rohergebnis	5,39	-8,9 %	4,91
<i>Rohertrags-Marge</i>	<i>53,4 %</i>	<i>- 1,2 Pp.</i>	<i>52,2 %</i>
EBITDA	-0,38	k.A.	0,12
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>negativ</i>		<i>1,3 %</i>
EBIT	-1,13	+53,1 %	-0,53
<i>EBIT-Marge</i>	<i>negativ</i>		<i>negativ</i>
Periodenergebnis	-1,26	+43,7 %	-0,71

Quelle: Softline AG, GBC AG

Zum Halbjahr 2014 hat sich die operative Lage der Softline AG aufgrund der Ende 2012 eingeleiteten Fokussierungs- und Restrukturierungsstrategie weiter gebessert. Zwar lagen die Umsätze leicht unter dem Wert des Vorjahreszeitraumes, das EBITDA konnte jedoch deutlich verbessert werden. Dabei ist der Umsatzrückgang auf die Aufgabe von margenschwachen Projekten zurückzuführen und die Konzentration auf ertragsstarke Aufträge. Gleichzeitig erfolgte im ersten Halbjahr 2014 die Trennung von der Tochtergesellschaft Softline Systems & Solutions GmbH, die mit ihren Rechenzentrumslösungen nicht mehr mit dem Tätigkeitsbereich und der strategischen Ausrichtung der Softline-Gruppe in Einklang stand. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 9,40 Mio. € lag das Unternehmen um 6,8 % unter dem Vorjahresniveau von 10,09 Mio. €.

Trotz des leichten Umsatzrückganges konnte das EBITDA zum Halbjahr 2014 deutlich verbessert werden und stellt somit eine klare Bestätigung der eingeschlagenen Strategie dar. Während im Vorjahreszeitraum noch ein Betrag von -1,13 Mio. € zu Buche stand, belief sich das EBITDA nach den ersten sechs Monaten 2014 auf 0,12 Mio. €. Damit hat sich die Fokussierung auf margenstärkere Projekte und Aufträge sowie die Konzentration auf den Software Asset Management Bereich sowie auf IT Asset Management und Beratung als erfolgreich erwiesen.

### EBITDA-Brücke zum Halbjahr 2014 (in Mio. €)



Quelle: Softline AG, GBC AG

Obwohl der Rohertrag aufgrund der rückläufigen Umsätze leicht unter dem Vorjahreswert lag, konnte die Rohertragsmarge mit 52,3 % zum 30.06.2014 annähernd konstant gehalten werden (VJ: 53,5 %). Positiv hervorzuheben sind zudem die um 0,49 Mio. € auf 3,70 Mio. € deutlich gesunkenen Personalaufwendungen (VJ: 4,19 Mio. €). Gleichzeitig wurde die Kostenstruktur innerhalb der sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Rahmen der Restrukturierung optimiert und der Aufwandsposten fiel mit 1,09 Mio. € ebenfalls um 0,49 Mio. € geringer aus als zum Halbjahr 2013 (1,58 Mio. €), was insgesamt zu der entsprechenden EBITDA-Verbesserung führte.

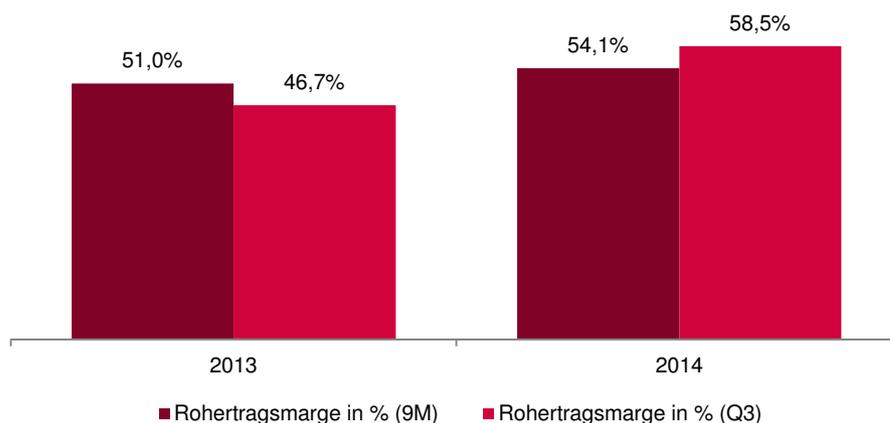
Die Abschreibungen lagen zum Halbjahr 2014 mit 0,65 Mio. € ebenfalls leicht unter dem Vorjahreswert von 0,75 Mio. €. Der Rückgang resultiert aus den zum 31.12.2013 niedriger bilanzierten immateriellen Vermögenswerten. Somit ergab sich zum 30.06.2014 ein EBIT auf Konzernebene in Höhe von -0,53 Mio. €, nach -1,13 Mio. € zum Vorjahresstichtag. Dies entspricht einer Verbesserung um 53,1 %.

Nach Berücksichtigung des Finanzergebnisses in Höhe von -0,13 Mio. € (VJ: -0,12 Mio. €) und einem vernachlässigbaren Steueraufwand, ergab sich ein Periodenfehlbetrag von -0,71 Mio. €. Damit liegt die Softline AG zum Halbjahr knapp 44 % über dem Fehlbetrag des ersten Halbjahres 2013 mit -1,26 Mio. €.

## Geschäftsentwicklung nach 9 Monaten 2014

Nach 9 Monaten lag die Softline AG umsatzseitig mit 13,31 Mio. € deutlich unter dem Vorjahreswert von 15,78 Mio. €. Der Rückgang um 15,6 % ist, wie bereits in den ersten sechs Monaten 2014, auf die Konzentration auf margenstarke Projekte zurückzuführen. Während die Umsätze rückläufig waren, konnte die Rohertragsmarge auf Neunmonatssicht weiter verbessert werden. Diese lag zum Halbjahr 2014 noch bei 52,3 % und konnte per 30.09.2014 bereits auf 54,1 % gesteigert werden.

### Entwicklung der Rohertragsmarge auf Quartalsbasis seit 2013 (in %)

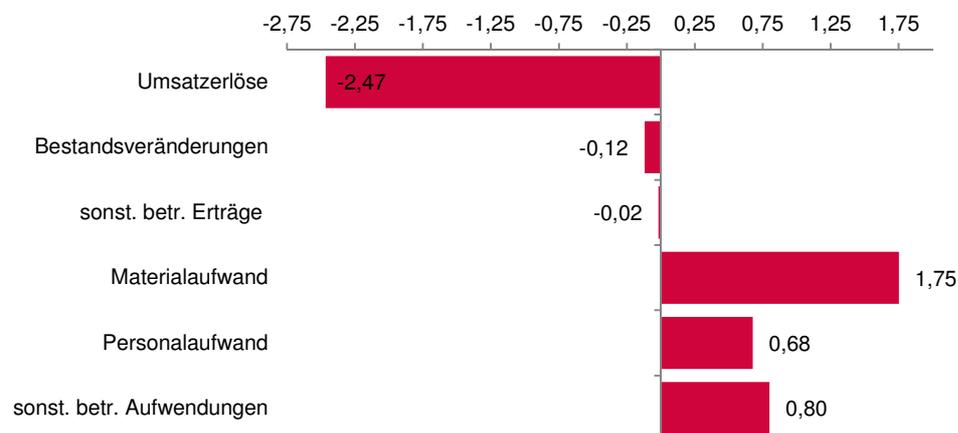


Quelle: Softline AG, GBC AG

Wie bereits zum Halbjahr 2014 konnte der Personalaufwand im Vergleich zum Vorjahreszeitraum wesentlich gesenkt werden und betrug nach 6,12 Mio. € im Vorjahr 5,44 Mio. € am 30.09.2014. Somit ging der Aufwand um 11,1 % zurück. Der erneute Rückgang ist dabei auf eine von 143 auf 127 erneut gesunkene Mitarbeiteranzahl zurückzuführen. Gleichzeitig konnten die sonstigen betrieblichen Aufwendungen weiter reduziert werden und betragen nach neun Monaten in 2014 noch 1,63 Mio. €, nach 2,44 Mio. € im Vorjahreszeitraum.

Auf Basis der rückläufigen Umsatzerlöse und einer stark reduzierten Kostenstruktur betrug das EBITDA der Softline AG am 30.09.2014 0,13 Mio. €. Im Vorjahr ergab sich hier noch ein negatives Ergebnis von -0,50 Mio. €.

#### Differenzanalyse 9-Monate 2013 und 2014 (in Mio. €)



Quelle: Softline AG, GBC AG

Auf Basis der planmäßigen Abschreibungen der immateriellen Vermögensgegenstände sowie eines auf Höhe des Vorjahres liegenden Finanzergebnisses ergab sich für die ersten neun Monate 2014 ein Ergebnis vor Steuern von -1,04 Mio. € (VJ: -1,79 Mio. €). Damit konnte im bisherigen Verlauf des Geschäftsjahres eine deutliche Verbesserung der Ergebnissituation sowie ein Periodenfehlbetrag von -1,09 Mio. € erzielt werden, nachdem dieser im Vorjahreszeitraum noch -1,82 Mio. € betrug.

#### Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2013

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	2,02	-0,98
EK-Quote (in %)	5,8 %	neg.
Finanzverbindlichkeiten	3,50	3,68
Liquide Mittel	1,11	1,67
Nettoverschuldung	2,39	2,01
Operatives Anlagevermögen (ohne Goodwill)	0,80	0,49
Goodwill	5,09	3,82

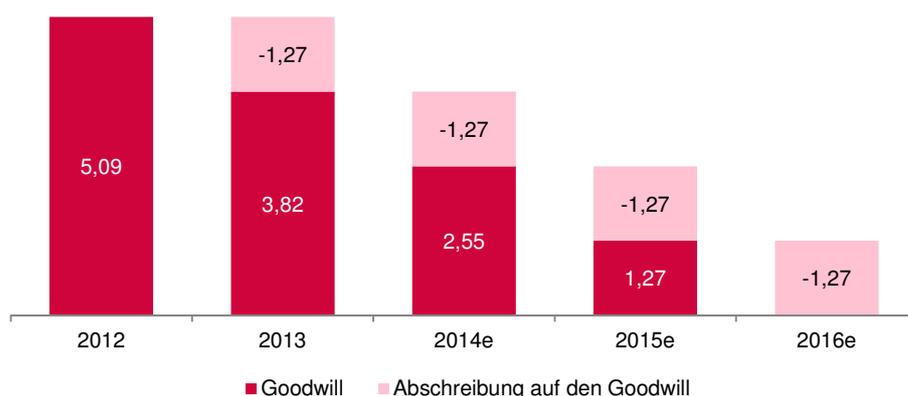
Quelle: Softline AG, GBC AG

Die bilanzielle Situation der Softline AG hat sich zum 31.12.2013 leicht verschlechtert. Nach dem erneuten Jahresfehlbetrag in 2013 ist das Eigenkapital auf nunmehr -0,98 Mio. € zurückgegangen.

Positiv hingegen hat sich die Nettoverschuldung des Unternehmens entwickelt. Während diese zum 31.12.2012 noch 2,39 Mio. € betrug, sank der Betrag aufgrund eines erhöhten Finanzmittelbestandes zum Geschäftsjahresende 2013 auf 2,01 Mio. €. Die Finanzverbindlichkeiten in Höhe von 3,68 Mio. € betreffen Gesellschafterdarlehen, insbesondere der Großaktionäre. Dieser Posten hat sich im Vergleich zum Vorjahr minimal erhöht. Für das Jahr 2014 ist davon ein Betrag in Höhe von 0,68 Mio. € zur Rückzahlung fällig, der jedoch auf Basis des vorhandenen Finanzmittelbestandes abgedeckt sein sollte.

Daneben sank aufgrund der planmäßigen Abschreibungen auf den erworbenen Geschäfts- oder Firmenwert der bilanzierte Goodwill von 5,09 Mio. € auf 3,82 Mio. €. Nachdem die Abschreibungsdauer auf fünf Jahre angelegt ist, sollte nach dem Jahr 2016 aus dieser Bilanzposition keine Abschreibung mehr erfolgen und das EBIT nicht mehr belasten. Positiv hervorzuheben ist die Entwicklung des operativen Cashflows in 2013. Während dieser im Vorjahr noch bei -3,25 Mio. € lag, konnte in 2013 mit -0,16 Mio. € ein fast ausgeglichener Wert erzielt werden.

#### Entwicklung des Goodwills und der dazugehörigen Abschreibung (in Mio. €)



Quelle: Softline AG, GBC AG

Im Jahresverlauf 2014 wurde ein Forderungsverzicht gegen Besserungsschein in Höhe von 1,0 Mio. € durchgeführt. Dieser durch die Hauptaktionäre eingeräumte Forderungsverzicht stützt die laufenden Sanierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen innerhalb der Softline AG. Hierbei beabsichtigt die Softline AG den entsprechenden Betrag an die Tochtergesellschaften weiterzugeben. Der Besserungsschein ist wiederum an die operative Lage und die vorherrschende Profitabilität im Unternehmen gebunden.

Darüber hinaus wurden für die bestehenden Gesellschafterdarlehen ab September 2014 eintretende Tilgungsvereinbarungen mit Laufzeiten zwischen 2 und 14 Jahren vereinbart. Durch die getroffenen Maßnahmen ist eine ausgeglichene Liquidität bis Ende 2015 gesichert. Unter der Annahme, dass die Fokussierungs- und Restrukturierungsmaßnahmen in 2014 und darüber hinaus den gewünschten Erfolg bringen und sich dadurch die Ergebnissituation verbessert, sollte sich die bilanzielle Situation des Unternehmens damit in Zukunft entspannen.

## SWOT Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fokussierungsstrategie zeigt erste Wirkung und führt zur Verbesserung in den ersten 9 Monaten 2014.</li> <li>• Aufgabe des Hardware-Geschäfts sorgt für kontinuierliche Verbesserung der Margen.</li> <li>• Durch die Fokussierung auf die Kernprodukte Software Asset Management (SAM) und IT-Service-Management (ITSM) werden die wichtigen Zukunftsmärkte abgedeckt.</li> <li>• Verbindung von SAM und ITSM bieten Lösungen aus einer Hand und damit einen ganzheitlichen Service- und Beratungsansatz.</li> <li>• Etablierte Partnerschaften und ein heterogener Kundenstamm dürften bei gleichzeitigem Ausbau der Vertriebsaktivitäten eine stabile Umsatzbasis gewährleisten.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Trotz der bereits seit drei Jahren stattfindenden positiven Entwicklung des deutschen IT-Marktes konnte die Ergebnissituation des Unternehmens bisher nicht wesentlich verbessert werden.</li> <li>• Aufgrund der hohen Wettbewerbssituation im deutschen IT-Markt sind deutliche Margensteigerungen nur schwer erzielbar.</li> <li>• Die Ausweitung der Vertriebs- und Marketingaktivitäten auf das Ausland verursachen zunächst Anlaufkosten, die bei gleichbleibenden Umsätzen das Ergebnis noch weiter verschlechtern könnten.</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Das für die nächsten Jahre erwartete Wachstum des deutschen IT-Marktes sollte für eine Weiterbelegung des Geschäfts sorgen.</li> <li>• Besonders in den für die Softline AG wichtigen Bereichen Cloud Computing und Big Data wird für die kommenden fünf Jahre mit Wachstumsraten über 30 % gerechnet.</li> <li>• Zusätzlicher Ausbau und Stärkung des Auslandsgeschäfts sowie der Vertriebsaktivitäten dürften in Zukunft zu Umsatzsteigerungen führen.</li> <li>• Durch die bereits angelaufene und auch in Zukunft durchgeführte Fokussierungsstrategie sollte das Margenniveau in Zukunft weiter gesteigert werden können.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Verstärkung der Vertriebs- und Marketingmaßnahmen sowie die weitere Intensivierung der Fokussierungsstrategie könnten weitere finanzielle Mittel benötigen, die derzeit nicht vorhanden sind.</li> <li>• Vorzeitig notwendige Sonderabschreibungen auf den Geschäfts- oder Firmenwert könnten zu erneut hohen negativen Jahresergebnissen führen.</li> <li>• Eine mögliche Eintrübung der Wirtschaft könnte zu einer sinkenden Investitionsbereitschaft und einem rückläufigen Orderverhalten der Kunden führen.</li> <li>• Neuer Trend im IT-Bereich könnte die neue Ausrichtung und Strategie des Unternehmens gefährden.</li> </ul>

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	27,33	18,50	20,35	22,59
Rohertrag	11,36	10,02	11,03	12,26
<i>Rohertrags-Marge</i>	41,6 %	54,2 %	54,2 %	54,3 %
EBITDA	-1,27	0,22	0,83	1,66
<i>EBITDA-Marge</i>	negativ	1,2 %	4,1 %	7,3 %
EBIT	-3,11	-1,18	-0,57	0,26
<i>EBIT-Marge</i>	negativ	negativ	negativ	1,2 %
Konzernjahresüberschuss	-3,38	-1,43	-0,76	0,08

Quelle: GBC AG

## Umsatzprognosen

In Zukunft wird sich die Softline AG auf die beiden Kernkompetenzen Software Asset Management (SAM) sowie IT-Infrastruktur Management und die dazugehörigen Service- und Beratungsleistungen konzentrieren. Der Bereich Hardware sowie Systeme für Rechenzentrum wurde im Rahmen der Fokussierungsstrategie veräußert und gehört nicht mehr zum Geschäftsmodell der Softline AG. Dass sich diese Fokussierungsstrategie auszeichnen dürfte, hat sich bereits in der Geschäftsentwicklung 2014 gezeigt. Dabei kann die zukünftige operative Tätigkeit in folgendem Schema dargestellt werden, was auch verdeutlicht, dass Softline das komplette Spektrum für externe IT-Beratungs- und Implementierungsdienstleistungen seiner Kunden abdeckt:

Software Asset Management (SAM)	IT Infrastruktur Management	Managed Services
Lizenz- & Vertragsberatung	IT-Sicherheit	Recruiting Services
Transparenz & Compliance	Virtualisierung & Automatisierung	OnSite Services
Strategieberatung	Unified Communications	Multivendor Premium Support
Technologieberatung	Systems Management	
Managed Support		

Quelle: Softline AG, GBC AG

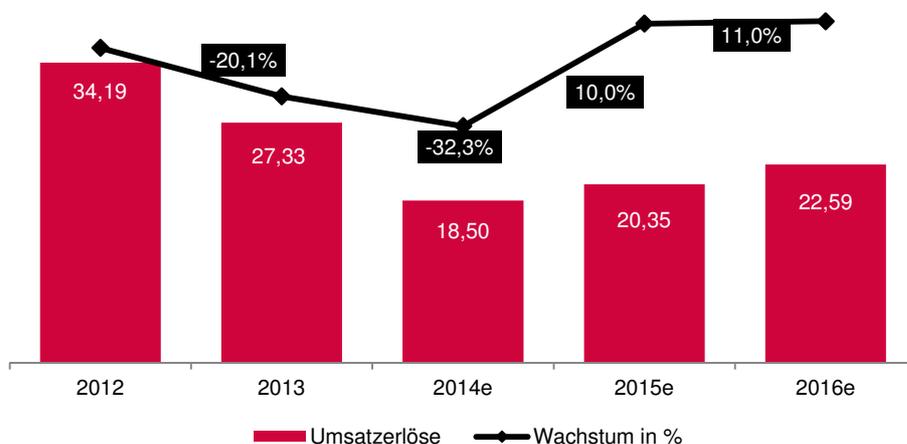
Durch die für die Zukunft prognostizierten deutlich erhöhten Datenvolumina und die damit verbundenen Herausforderungen der Bearbeitung, Speicherung und effizienten Auswertung der Daten sollte die Softline AG von den globalen Wachstumstrends der IT-Branche wie Industrie 4.0, Cloud Computing und Big Data profitieren können und bei gleichzeitiger Fokussierung auf margenstarke Projekte ein Wachstum bei gleichzeitig verbesserter Profitabilität verzeichnen können.

Auf Basis des bisherigen Geschäftsverlaufs in 2014 sowie eines soliden Auftragsbestandes in Höhe von 5,50 Mio. € (VJ: 6,10 Mio. €) zum 30.09.2014 gehen wir von einer soliden operativen Entwicklung im vierten Quartal 2014 aus. Vor allem die Nutzung noch bestehender und bereits eingeräumter Budgets dürfte zu einer erhöhten Ordertätigkeit der Kunden der Softline AG führen. Aufgrund der weiteren Fokussierung auf margenstärkere Aufträge dürfte das Wachstum im Vergleich zum Stand nach 9 Monaten jedoch nicht so stark ausfallen, wie noch im vierten Quartal 2013 (+103 %). Hier wurde zwar eine hohe Anzahl an Projekten realisiert und entsprechend der Umsatz deutlich gesteigert, dies ging jedoch zu Lasten der Rohertragsmarge, die von 46,7 % im Q3 2013 auf nur noch 28,6 % im Q4 2013 fiel.

Demnach gehen wir für das vierte Quartal 2014 von einem Umsatzplus im Vergleich zum dritten Quartal 2014 von rund 32 % aus. Auf Gesamtjahresbasis dürfte die Softline AG

somit ein Umsatzniveau von 18,50 Mio. € erreichen und damit um rund 33 % unter dem Vorjahreswert von 27,33 Mio. € liegen.

#### Umsatzentwicklung bis zum Jahr 2016 (in Mio. €)



Quelle: Softline AG, GBC AG

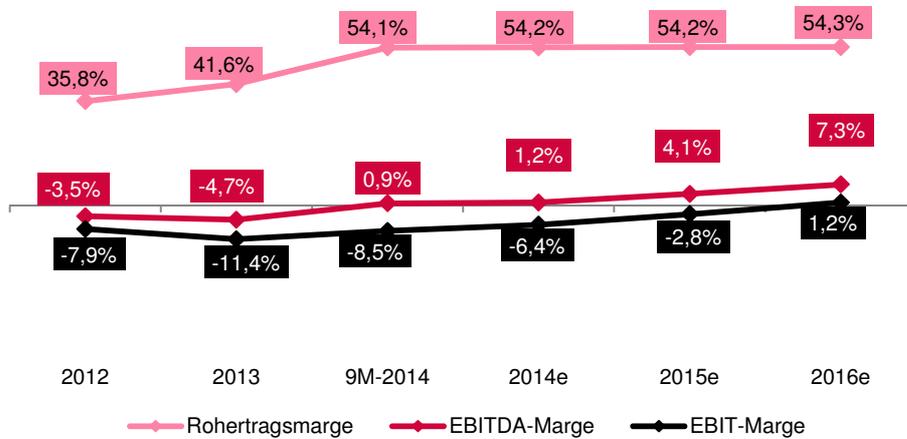
Im Anschluss an das Geschäftsjahr 2014 dürfte sich das Umsatzniveau wieder deutlich erholen und von der positiven Entwicklung der IT-Branche sowie insbesondere von der Entwicklung in den Bereichen Cloud Computing und Big Data profitieren können. Durch eine neu geordnete und effiziente Aufstellung des Unternehmens sollte das Umsatzwachstum in 2015 und 2016 bei 10 % beziehungsweise rund 11 % liegen. Im Anschluss an 2016 dürften dann auch Beratungs- und Wartungsverträge zu einer stabilen Umsatzentwicklung und zu einer weiteren Verbesserung der Margensituation beitragen.

#### Ergebnisprognosen

Der bisherige Verlauf des Geschäftsjahres 2014 spiegelt die Fokussierungsstrategie auf die beiden Bereiche SAM und IT-SAM sowie margenstarke Projekte klar wider. In den vergangenen neun Monaten konnte das Unternehmen die Profitabilität trotz rückläufiger Umsätze deutlich steigern. Während die Rohertragsmarge zum 31.12.2013 noch bei 41,5 % lag, konnte diese im Jahresverlauf bis zum 30.09.2014 bereits auf 54,1 % gesteigert werden. Wird das dritte Quartal 2014 isoliert betrachtet, betrug die Rohertragsmarge bereits einen deutlich erhöhten Wert von 58,5 %.

Neben einer gestiegenen Rohertragsmarge sollte durch die Kostenreduzierung im Personalbereich sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen eine deutliche Verbesserung der EBITDA-Situation erreicht werden. Für das Gesamtjahr gehen wir demnach von einem EBITDA in Höhe von 0,22 Mio. € aus, was am unteren Ende der Unternehmensprognose von 0,20 bis 0,40 Mio. € liegt. Nachdem in 2014 weiterhin mit Goodwillabschreibungen in Höhe von 1,27 Mio. € zu rechnen ist, dürfte nach Berücksichtigung eines Abschreibungsbetrages von 1,40 Mio. € ein EBIT von -1,18 Mio. € erzielt werden. Dies entspricht einer Verbesserung um rund 62 % (VJ: -3,35 Mio. €).

**Entwicklung der Margenniveaus (in %)**



Quelle: GBC AG

Für die Jahre 2015 und 2016 rechnen wir bei einem Umsatzwachstum um rund 11 % mit einer weiteren Ergebnisverbesserung und einer erhöhten Profitabilität. Die neu geordnete Vertriebsstruktur sowie das nun effizient gestaltete Produktportfolio sollte eine direkte Partizipation am Wachstumstrend des IT-Marktes ermöglichen, bei gleichzeitig reduzierter Kostenstruktur. Daher gehen wir für das Jahr 2015 von einem positiven EBITDA in Höhe von 0,83 Mio. € und einem aufgrund der bis 2016 andauernden Goodwillabschreibungen weiterhin negativen EBIT und einem Periodenfehlbetrag aus. In 2016 dürfte sich bei einem anhaltenden Umsatzwachstum das EBITDA weiter auf 1,66 Mio. € verbessern sowie ein positives EBIT und ein Jahresüberschuss erzielt werden.

## **BEWERTUNG**

### **Modellannahmen**

Die Softline AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014, 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz aufgrund des stark wachsenden IT-Marktes von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 7,00 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit anfänglich 10,0 % und im Anschluss ansteigend auf bis zu 30,0 % 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 %.

### **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 2,00 % (bisher: 2,00 %).

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 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,0 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Auf Grund der kleinen Unternehmensgröße schlagen wir auf die ermittelten Eigenkapitalkosten ein Small Cap- und Liquiditäts-Premium von 2,5 % auf. Damit ergeben sich zur Bewertung herangezogene Eigenkapitalkosten in Höhe von 12,5 %. Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 70 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,9 %.

### **Bewertungsergebnis**

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,9 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 1,10 €.

## DCF-MODELL

### Softline AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Wertetreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%
EBITDA-Marge	7,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	20,0%
Working Capital zu Umsatz	0,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,0%
ewige EBITA - Marge	6,3%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate		consistency						final
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	Endwert
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	18,50	20,35	22,59	23,72	24,90	26,15	27,46	28,83	
US Veränderung	-31,5%	10,0%	11,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	5,95	10,65	31,81	30,88	30,58	30,71	31,16	31,86	
EBITDA	0,22	0,83	1,66	1,66	1,74	1,83	1,92	2,02	
EBITDA-Marge	1,2%	4,1%	7,3%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
EBITA	-1,18	-0,57	0,26	1,52	1,59	1,67	1,75	1,84	
EBITA-Marge	-6,4%	-2,8%	1,1%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,4%	6,3%
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,15	-0,24	-0,42	-0,53	-0,55	
zu EBITA	0,0%	0,0%	0,0%	10,0%	15,0%	25,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	-1,18	-0,57	0,26	1,37	1,35	1,25	1,23	1,29	
Kapitalrendite	-115,2%	-18,2%	13,6%	192,5%	175,9%	153,6%	144,0%	146,3%	143,3%
Working Capital (WC)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
WC zu Umsatz	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in WC	-3,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	3,11	1,91	0,71	0,77	0,81	0,85	0,88	0,90	
AFA auf OAV	-1,40	-1,40	-1,40	-0,14	-0,15	-0,16	-0,17	-0,18	
AFA zu OAV	45,0%	73,3%	197,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Investitionen in OAV	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investiertes Kapital	3,11	1,91	0,71	0,77	0,81	0,85	0,88	0,90	
EBITDA	0,22	0,83	1,66	1,66	1,74	1,83	1,92	2,02	
Steuern auf EBITA	0,00	0,00	0,00	-0,15	-0,24	-0,42	-0,53	-0,55	
Investitionen gesamt	-3,49	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investitionen in OAV	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	
Investitionen in WC	-3,29	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-3,27	0,63	1,46	1,31	1,30	1,21	1,20	1,27	16,22

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	14,14	14,90
Barwert expliziter FCFs	5,76	5,69
Barwert des Continuing Value	8,38	9,21
Nettoschulden (Net debt)	4,54	4,10
Wert des Eigenkapitals	9,60	10,81
Fremde Gewinnanteile	-0,03	-0,03
Wert des Aktienkapitals	9,57	10,77
Ausstehende Aktien in Mio.	9,76	9,76
Fairer Wert der Aktie in EUR	0,98	<b>1,10</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	12,5%
Zielgewichtung	70,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	30,0%
Taxshield	25,0%

WACC **9,9%**

Kapitalrendite	WACC				
	9,3%	9,6%	9,9%	10,2%	10,5%
142,8%	1,21	1,15	1,10	1,05	1,01
143,0%	1,21	1,16	1,10	1,05	1,01
143,3%	1,22	1,16	<b>1,10</b>	1,05	1,01
143,5%	1,22	1,16	1,11	1,06	1,01
143,8%	1,22	1,16	1,11	1,06	1,01

## 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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 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/de/Offenlegung.htm>

**§ 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 oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person 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](mailto: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:

**Felix Gode, CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellv. Chefanalyst**  
**Dominik Gerbing, B.A., 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](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)