



Researchstudie (Initial Coverage)



Softline AG

Stand 11.1.2010

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 28

11.1.2010

Softline AG^{*5}

KAUFEN

Fairer Wert: 2,65 €

Kurs 8.1.2010, 17:29,
Frankfurt: 1,65 €

**Initial Coverage
(Ersteinschätzung)**

Marktsegment:
M:Access

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

IR-Kontakt:

Softline AG

Stahlgruberring 32
81829 München

Tel.: 089-451870-0
Fax.: 089-451870-10

E-Mail: investors@softline-
group.com

Web: www.softline.ag

* Katalog möglicher Interessens-
konflikte auf S. 32

Unternehmensprofil:

Branche: Software/ IT

Fokus: Ressource Management,
System Services, Infrastructure Out-
sourcing

Mitarbeiter: 38 (Stand: 30.06.09)

Firmensitz: München, D

Gründung: 1983

Vorstand: Christoph Michel

WKN: A1CSBR

ISIN: DE000A1CSBR6

Börsenkürzel: SFD1

Anzahl Aktien: 4,01 Mio.

Marktkap.: 6,62 Mio. €

Entity Value: 5,47 Mio. €¹

Streubesitz: 64,27 %

52 W Hoch: 2,60 €

52 W Tief: 1,00 €

Durchs. Tagesvolumen: 1.573 €

¹Berücksichtigt Mittelzufluss aus KE von 5,55 Mio. €
und Kaufpreis Prometheus



In Mio. €	2007/08	2008/09	2009e**	2010e	2011e
Umsatz	26,40*	19,43*	0,80	16,50	26,50
EBITDA	-2,62	-1,05	-0,52	0,41	1,98
EBIT	-2,84	-1,36	-0,50	0,36	1,85
Jahresüberschuss	-2,73	-1,60	-0,55	0,36	1,70
In Euro					
Gewinn je Aktie	-2,70****	-1,50****	-0,54****	0,09***	0,43***
Dividende je Aktie	-	-	-	-	-
In %					
EBITDA-Marge	neg.	neg.	neg.	2,45	7,47
EBIT-Marge	neg.	neg.	neg.	2,15	6,98
Dividendenrendite	-	-	-	-	-
Kennzahlen					
EV/Sales	0,21	0,28	6,84	0,33	0,21
EV/EBITDA	-	-	-	13,34	2,73
KGV	-	-	-	18,3	3,84

KBV (Basis EK zum 30.06.2009)

* Umsatz inklusive TradeMail Distribution GmbH

**Rumpfgeschäftsjahr (30.6.2009 bis 31.12.2009), Nur die Softline AG im Konsolidierungskreis

***Aktienanzahl nach Kapitalerhöhung bei 4,01 Mio.

****Aktienanzahl nach Kapitalschnitt und vor Kapitalerhöhung bei 1,014 Mio.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Geschäftstätigkeit.....	S. 4
Organe.....	S. 10

Markt

Markt und Marktumfeld.....	S. 11
----------------------------	-------

Unternehmensentwicklung und Prognose

Geschäftsentwicklung 2008/09.....	S. 15
Bilanzielle und finanzielle Entwicklung.....	S. 16
SWOT-Analyse Softline AG.....	S. 17
Eckdaten zur Kapitalerhöhung.....	S. 18
Mittelverwendung Kapitalerhöhung.....	S. 18
Prognosen.....	S. 20
Umsatzprognosen.....	S. 20
Ergebnisprognosen.....	S. 22

Bewertung/ Fazit

Bestimmung der Kapitalkosten.....	S. 24
Modellannahmen	S. 25
DCF-Modell.....	S. 26
Fazit.....	S. 27

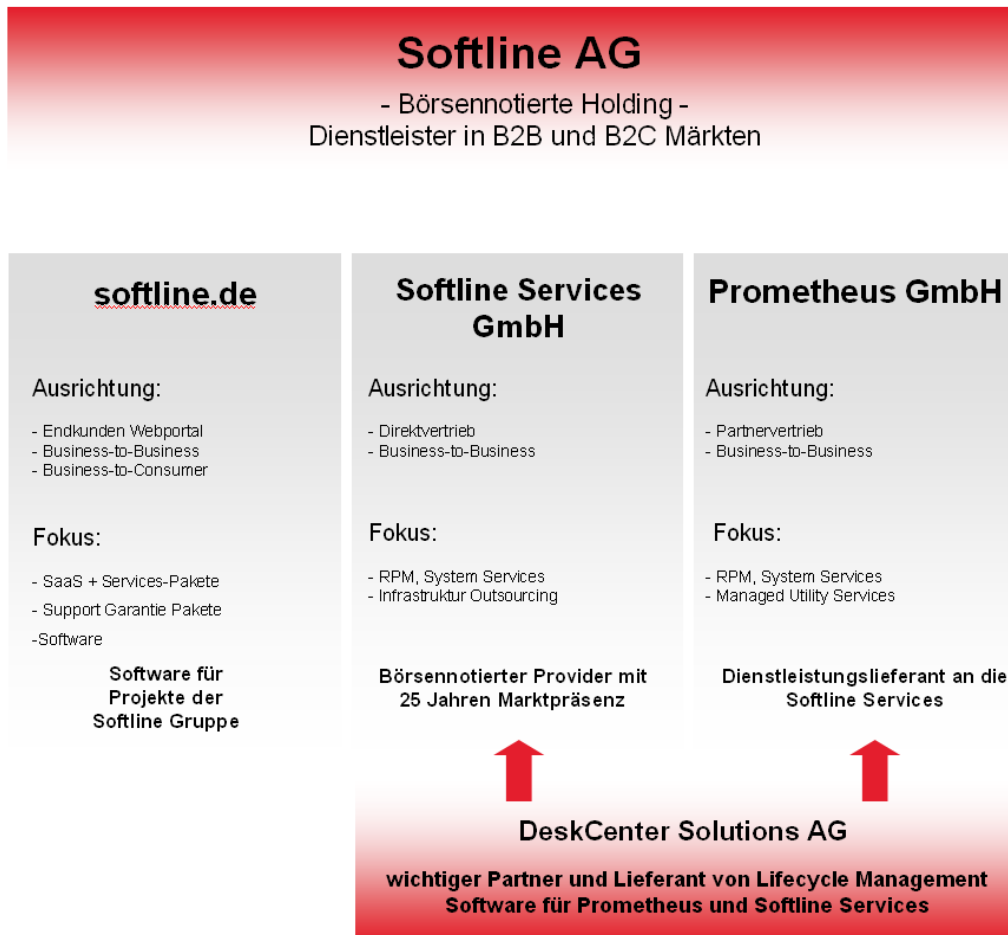
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss.....	S. 28
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	S. 30

Unternehmen

Geschäftstätigkeit

Der Softline Konzern mit Sitz in München besteht aus der börsennotierten Softline AG, die ihre Funktion als Holding wahrnimmt, sowie aus den drei operativen Tochtergesellschaften Prometheus, Softline Services sowie Softline Software. Das nachstehende Schaubild veranschaulicht die Konzernstruktur der Gesellschaft:



Quelle: Softline AG; GBC AG

softline.de

Mit der Tochtergesellschaft softline.de werden Softwareprodukte und Standard Software mit einer B2B - Ausrichtung an Endkunden vertrieben. Diese Tochtergesellschaft tritt mit ihrem Dienstleistungsspektrum seit über 25 Jahren am Markt auf. Der umfangreiche Kundenstamm, darunter die Stadt Köln und Aachen oder Fujitsu, wird von einem Bestand von rund 11.000 aktiven Kundenadressen flankiert.

Dieser Geschäftsbereich bildet dabei den originären Zweck der Gesellschaft ab, die 1983 ursprünglich als reiner Softwareanbieter und Händler für Endkunden am Markt auftrat. Die Vermarktung und Softwaredistribution wurde dabei über die bisherige 100%ige Tochtergesellschaft TradeMail Distribution GmbH bewerkstelligt. Als aktueller Partner der TradeMail Distribution GmbH sollen Softwareprodukte künftig unter anderem über diesen Kanal bezogen werden.

Im Mittelpunkt der Tätigkeit der softline.de steht dabei das Kataloggeschäft, das die gesamte Softwarekompetenz des Unternehmens bündelt. Zusätzlich können Endkunden die gewünschten Software- und Lizenzverträge direkt online bestellen. Das Softwareangebot der Gesellschaft lässt sich wie folgt unterteilen:

Internet	Grafik	Multimedia
 <ul style="list-style-type: none"> • CMS • E-Commerce • Intranet • Online-Recherche • Webeditoren • Webgrafik • Multimedia • XML 	 <ul style="list-style-type: none"> • 3D Rendering • Animation • Bildbearbeitung • Grafikprogramme • Hardware • Layout • Typographie & Schrift 	 <ul style="list-style-type: none"> • Audio • CD-Brennsoftware • DVD • Hardware • Spiele • Video
Office	Utilities	Wissenschaft
 <ul style="list-style-type: none"> • Adressverwaltung • CRM • Datenverwaltung • E-Mail • Finanzen • PDF • etc. 	 <ul style="list-style-type: none"> • Antivirensoftware • Backup • Betriebssysteme • Firewall • Hardware • Netzwerke • Datenkonvertierung 	 <ul style="list-style-type: none"> • CAD • Chemie • Datenanalyse • E-Learning • Entwicklung • Wissenschaft • Mathematik

Quelle: Softline; GBC

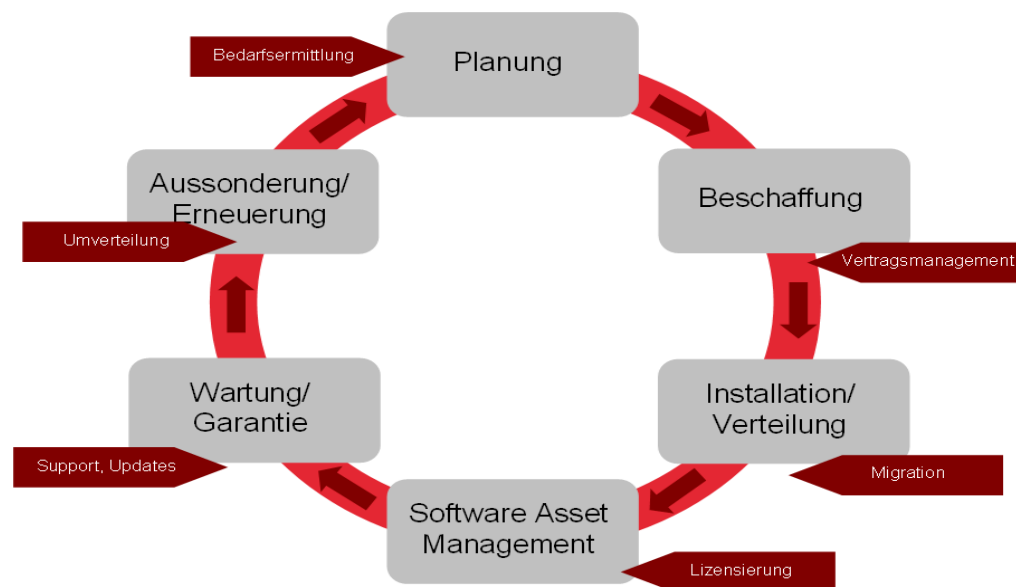
Der hohe Bekanntheitsgrad und die hohe Marktpräsenz der Tochtergesellschaft soll auch die weitere operative Entwicklung unterstützen. Im letzten Geschäftsjahr 2008/09 konnte Softline aufgrund der guten Reputation unter Einsatz von nur minimalen Marketingaktivitäten Umsatzerlöse in Höhe von 1,4 Mio. € erzielen.

In einem kommenden Schritt beabsichtigt die Softline AG den etablierten Markennamen softline.de für den gesamten Konzern intensiver zu nutzen, indem er als Internetportal für die gesamte Gruppe fungiert. Neben dem oben dargestellten Produktangebot werden über das Portal ebenfalls die Produkte und Dienstleistungen, wie z. B. Managed Desktop und Support Garantie Pakete, der in der Gruppe integrierten Unternehmen vertrieben. Zusätzlich werden Gespräche mit Partnern geführt, um Teile der Wertschöpfungskette auszulagern. Um die Kosten des Verkaufsprozesses zu optimieren, sollen die Warenwirtschaft, der Webshop sowie die Einkaufs- und Inkassoprozesse ausgelagert und beim Partner angesiedelt werden.

Partnerschaft mit DeskCenter Solutions AG

Eine wichtige Partnerschaft besteht zwischen der Softline-Gruppe und dem Softwareanbieter DeskCenter Solutions AG. Im Rahmen dieser engen Partnerschaft erfolgte die Einbindung des zentralen Produktes der DeskCenter

Solution AG, der DeskCenter Management Suite, in die Angebotspalette der Softline AG. Diese Software wird in einem nächsten Schritt um Servicedienstleistungen der Softline AG ergänzt und über die Tochtergesellschaften Softline Services GmbH und Prometheus GmbH an Wiederverkäufer und Endkunden als Softline-Produkt im Rahmen des Managed Desktop angeboten. Der wichtige Gedanke hinter der DeskCenter Management Suite ist die Abdeckung des gesamten Lebenszyklus von Software Assets. Dementsprechend sind folgende Aufgaben in der DeskCenter Management Suite integriert:



Quelle: DeskCenter AG, GBC AG

Als Planungsgrundlage einer gezielten Beschaffung wird der Ist-Bestand an Software über die Inventarisierungsfunktion der DeskCenter Management Suite erfasst. In einem zusätzlichen Feature wird darüber hinaus die Benutzerhäufigkeit und damit auch der Bedarf an spezifischer Software ermittelt und im folgenden Schritt werden die Software Assets mit den Verträgen und Dokumenten verknüpft. Im darauffolgenden Modul Software Deployment, wird eine hohe Effektivität über eine zentral gesteuerte und automatisierte Softwareverteilung erzielt. Damit ist nicht nur die Installation der Software möglich, das Entfernen und Reparieren schadhafter Software kann ebenfalls vorgenommen werden.

Für das Software Asset Management greift das Modul „Lizenzmanagement“, das eine zuverlässige Absicherung und Eindämmung vermeidbarer Kosten ermöglicht. Bewerkstelligt wird dies über umfangreiche Lizenzdatenbanken, die im Bereich der Softwareerkennung ein hohes Maß an Transparenz schaffen. Eine weitere wichtige Aufgabe von Systemadministratoren und IT-Managern wird im Wartungsbereich über das Patch Management durch das Verwalten und Bereitstellen von Softwareaktualisierungen abgedeckt. In diesem Zusammenhang bietet die DeskCenter Management Suite eine Verwaltung aller so genannter Patches (Updates).

Letztendlich wird der letzte Schritt im Lebenszyklus einer IT-Landschaft über verschiedene Module abgedeckt. Sowohl die Entfernung und Erneuerung von Softwarepaketen und Lizenzen wird von der DeskCenter Management Suite effizient ermöglicht. Von zentraler Bedeutung für diesen Softwareeinsatz ist das automatisierte Reporting, das in regelmäßigen Abständen valide Daten erhebt und damit eine wichtige Entscheidungsgrundlage liefert.

Softline Services GmbH

Die Softline AG wird das als Firmenmantel bestehende Tochterunternehmen Monaco Services GmbH in die „Softline Services GmbH“ umfirmieren. Mit dieser neuen Tochtergesellschaft wird sich der Konzern dabei auf drei Kernsegmente fokussieren:

- **Softline XpertLink**
- **Softline Managed Desktop**
- **Softline Garantie Services**

Im Bereich **XpertLink** vermittelt die Softline Services GmbH freie Mitarbeiter direkt an Endkunden. Dabei kann die Tochtergesellschaft auf einen Mitarbeiterpool von etwa 3.500 zertifizierten Experten zurückgreifen und darüber hinaus umfasst die Freelancer-Datenbank über 50.000 Experten. Sowohl diese Personalressourcen als auch die Endkundebasis sind bei Prometheus GmbH angesiedelt und werden der Softline Services GmbH zur Verfügung gestellt.

Im Geschäftsfeld **Managed Desktop** werden die Produktlandschaften und Servicekompetenzen der Softline-Gruppe gebündelt und Endkunden als Infrastruktur-Outsourcing angeboten. Damit strebt das Unternehmen an, den gesamten Lebenszyklus einer IT-Landschaft aktiv zu gestalten und zu begleiten. Von zentraler Bedeutung ist in diesem Zusammenhang der so genannte Managed Desktop, dessen modulare Umsetzung über die Softwarelösungen DeskCenter Management Suite, Panda Security sowie Yahoo Zimbra möglich wird. Diese Software wird dann um die Serviceleistungen der Softline-Gruppe erweitert und anschließend als Dienstleistungs-Paket vertrieben.

Die Softline-Endkunden haben hier den Vorteil einer gesamten Abdeckung IT-spezifischer Aufgaben. Folgende Tabelle fasst dieses Spektrum, zusammen:

Infrastruktur	Security/Compliance	Collaboration	Service
<ul style="list-style-type: none"> • Betriebssystem-installation • Hardware-inventarisierung • Software-inventarisierung • Softwareverteilung • Patchmanagement 	<ul style="list-style-type: none"> • AntiVirus • Spamschutz • Lizenzmanagement • Assets-management • Softwareassetsmanagement • Energie-management 	<ul style="list-style-type: none"> • E-Mail • Kontakte • Kalender • I-Phone • Blackberry • Dokumentensharing • Instant Messaging 	<ul style="list-style-type: none"> • Hotline • Fernwartung • Vor Ort Service • IMAC Service • Reporting • Realtime System Management • Garantieerweiterung

Quelle: Softline; GBC

Der modulare Aufbau des Softline-Produktes bietet damit eine voll integrierte Lösung für alle Anforderungen eines IT-Arbeitsplatzes an. Diese Leistungen werden mit einem monatlichen Preis pro Benutzer und Bildschirmarbeitsplatz abgegolten. Anzusiedeln ist das Managed Desktop unter dem Oberbegriff Infrastructure as a Service (IaaS). Beim Managed Desktop Geschäft der Softline-Gruppe werden in der Regel Jahresverträge mit einer Laufzeit von 3 bis 5 Jahren vereinbart. Diese werden 12 Monate im Voraus bezahlt und addieren sich rollierend im Umsatz der Folgejahre auf. Zusätzlich werden die Verträge auch auf Mietbasis ohne Mindestlaufzeit und ohne Upfront-Gebühr vertrieben.

Die Softline Services plant zudem eine Erweiterung ihrer Geschäftstätigkeit um **Versicherungsleistungen in Verbindung mit Servergarantien (Bereich Garantie Services)**. Die Softline-Tochter wird in diesem Geschäftsbereich als Partner der PC-Garant, welche ein langjähriger Vermittler der AXA ist, auftreten. Gleichzeitig ist damit die Gesellschaft der einzige Endkundenanbieter am Markt, der sämtliche IT-Garantien herstellerunabhängig und auf Neuwert-Basis anbieten kann. Der Versicherungsvertrag und die Garantieleistung wird dementsprechend im Softline Support-Angebot integriert, der Schadensfall wird jedoch vom Vertragspartner abgewickelt.

Die Softline Services GmbH soll laut Unternehmensplanungen zum Jahresbeginn 2010 insgesamt 8 Mitarbeiter beschäftigen. Ein Vertriebsdirektor steht dabei der gesamten Organisation vor. Unterstützt wird der Direktor von zwei Key Account Managern und einer drei köpfigen Vertriebsmannschaft. Zwei zusätzliche Tele-Sales Mitarbeiter greifen im Vertriebsprozess auf Adressen der Softline-Gruppe und der Prometheus AG zu. Dieser neue Mitarbeiterstamm soll zu Beginn des Jahres 2010 geschult werden. Die Gesellschaft zielt auf einen reibungslosen Vertriebsstart zum Februar 2010 ab. Für diesen Zeitraum ist gleichzeitig die Vermarktung von Windows7/Hosted Exchange geplant, woraus sich Softline Services erste Erfolge verspricht. Die ersten Umsätze müssten dann ab August 2010 erzielt werden, da erst eine Pipeline aufgebaut werden muss und Kunden gewonnen werden müssen.

Prometheus GmbH

Die Prometheus GmbH wurde durch Michael C. Reiserer zusammen mit einer amerikanischen Beteiligungsgesellschaft im Jahr 2001 gegründet. Der Hauptsitz des Unternehmens ist in München, unterstützt wird dieser durch Niederlassungen in Frankfurt, Düsseldorf und Hamburg. Prometheus ist ein IT-Dienstleister für Wiederverkäufer und speziell auf die Bereitstellung von Ressourcen spezialisiert. Prometheus-Kunden können demnach Systemhäuser, Hardware- und Softwarehersteller, Distributoren, Leasinggesellschaften, Netzbetreiber etc. sein. Die Leistungen der Gesellschaft sind wie folgt unterteilt:

Ressource Portfolio Management	System Services
<ul style="list-style-type: none"> • Management externer Ressourcen • Bereitstellung externer Ressourcen • Arbeitnehmerüberlassung 	<ul style="list-style-type: none"> • Rollout & Rollback • Outtasking/Outsourcing • Garantierweiterung • Managed Desktop

Quelle: Softline; GBC

Ressource Portfolio Management

Dieses Geschäftsfeld betreffend kann zusammengefasst werden, dass die Gesellschaft den Anspruch erhebt Experten schnell und flexibel bereitzustellen. Insgesamt kann die Prometheus GmbH auf etwa 3.500 zertifizierte Experten zurückgreifen und darüberhinaus befinden sich über 50.000 Experten im Zugriff der Gesellschaft. Diese können im Rahmen von Outsourcing oder Staffing vermittelt und bereitgestellt werden. Das Unternehmen bildet damit die Schnittstelle zwischen den freiberuflichen Experten und den Wiederverkäufern. Es werden

gemäß Profilverlage die Datenbankprofile der verfügbaren IT-Kräfte abgeglichen und qualifiziert. Damit werden die Personalressourcen der Prometheus GmbH im Namen des Wiederverkäufers an den Endkunden bereitgestellt und abgerechnet.

Die Vertragspartner der Softline-Tochter können dabei nicht nur den Anteil sozialversicherungspflichtiger IT-Experten reduzieren, als wichtiges Vertriebsargument dient zudem eine hohe Kostentransparenz durch vorher definierte Leistungspauschalen. Zugleich kann ein schneller Ersatz ausfallbedingter Personallücken angeboten werden. Die Überprüfung des Datenbankbestandes der IT-Experten hinsichtlich persönlicher als auch technischer Eignung ermöglicht darüberhinaus das Aufrechterhalten hoher Qualitätsstandards.

Als wichtige Referenzkunden des Geschäftsfeldes Consulting Services können FujitsuSiemens, Hewlett Packard, Cancom IT Systeme AG, PC-Ware Informations Technologies AG oder Siemens AG genannt werden. Prometheus GmbH ist zudem ein Preferred Partner von Dell und T-Systems.

System Services

Mit einer flächendeckenden Infrastruktur ist die Prometheus GmbH ein Partner für den kompletten Lebenszyklus von IT-Geräten in Deutschland, Österreich, der Schweiz, Benelux und Polen. Mit seinen 300 festen Technikern vor Ort kann die Gesellschaft rund um die Uhr über 60.000 Serviceaufträge bearbeiten. Die Serviceaufträge können dabei im Rahmen von Managed Services in kurzen Zyklen wiederkehrender Natur sein, große Projektaufträge werden von der Prometheus GmbH ebenfalls gestemmt.

Managed Services befasst sich mit der Betreuung und Unterstützung von laufenden Betriebsprojekten rund um den IT-Arbeitsplatz. Desktop Outsourcing wird von der Gesellschaft beispielsweise im Rahmen von monatlich pauschalen Pay-Per-Seat Modellen bewerkstelligt. Hierzu gehört die Betreuung der Infrastruktur von IT-Arbeitsplätzen, wie die Betriebssysteminstallation, Hardwareinventarisierung oder der Softwareinventarisierung. Zusätzliche Servicebausteine der Prometheus GmbH umfassen die Security/Compliance, Mail/Collaboration, Fernwartung und das Reporting von Hardware und Software. Das Unternehmen ist herstellerunabhängig sowohl auf das sogenannte Low Level (PC, Notebook, Drucker, Bildschirm) als auch auf die gesamte Hardware eines Rechenzentrums spezialisiert und erhebt gleichzeitig den Anspruch weitaus kostengünstiger als die Hersteller zu operieren.

Das System Service umfasst neben den eben beschriebenen Managed Services auch den Bereich *Projekte*, in dem Aufträge jeder Größenordnung bewerkstelligt werden. Auch hier können die Techniker der Prometheus GmbH für den gesamten Lebenszyklus einer IT-Landschaft eingesetzt werden. Das Dienstleistungsspektrum reicht dabei von der so genannten Betankung (Vorkonfiguration, Erweiterung/Umbau) über den Rollout (Aufbau von Geräten, Einbindung in die Peripherie) bis hin zum Rollback (Datenlöschung, Entsorgung, Wiedervermarktung). Zu den namhaften Kunden in diesem Bereich zählen Siemens, DHL, DeKa, HVB, Mercedes, AMB Generali, AOK, Volkswagen, BMW, Deutsche Telekom und Commerzbank.

Organe

Vorstand

Christoph Michel

Herr Christoph Michel startete seine berufliche Laufbahn bei Siemens Nixdorf. Hier war Herr Michel im Zeitraum 1987 bis 1991 in verschiedenen Positionen in den Bereichen Marketing und Vertrieb tätig. Von 1991 bis 1997 arbeitete Herr Michel in führenden Positionen bei der Gesellschaft SEQUENT COMPUTER SYSTEMS. Danach war Herr Michel als Geschäftsführer bei der Sage KHK Software GmbH in Frankfurt tätig. Anschließend war Herr Michel Mitglied des Vorstands der Hyperwave AG in München-Dornach. Dort begann er im September 1999 zunächst als Leiter des Worldwide Marketing. Seit 2008 ist Herr Michel alleiniger Vorstand der Softline AG.

Aufsichtsrat

Bernhard von Minckwitz

Nach dem Betriebswirtschaftsstudium begann Herr von Minckwitz seine berufliche Laufbahn 1971 bei der Bertelsmann AG und war hier in führenden Positionen bis 1998 tätig. Anschließend war Herr von Minckwitz von 1998 bis 2003 als Geschäftsführer des Süddeutschen Verlags in München verantwortlich für den Bereich Fachverlage tätig. Seit dem Jahr 2006 ist Herr von Minckwitz Vorsitzender des Aufsichtsrats der Softline AG.

Hans Heinrich Kuhn

Herr Kuhn war in den Jahren 1971 bis 1977 in führenden Positionen bei der Solvay Gruppe tätig. Im Jahr 1977 wechselte Herr Kuhn als Geschäftsführer zu der Forbo GmbH Deutschland. Seit 1987 war Herr Kuhn verantwortlich für den Vorsitz aller Forbo Gesellschaften Deutschland.

Christian von Sydow

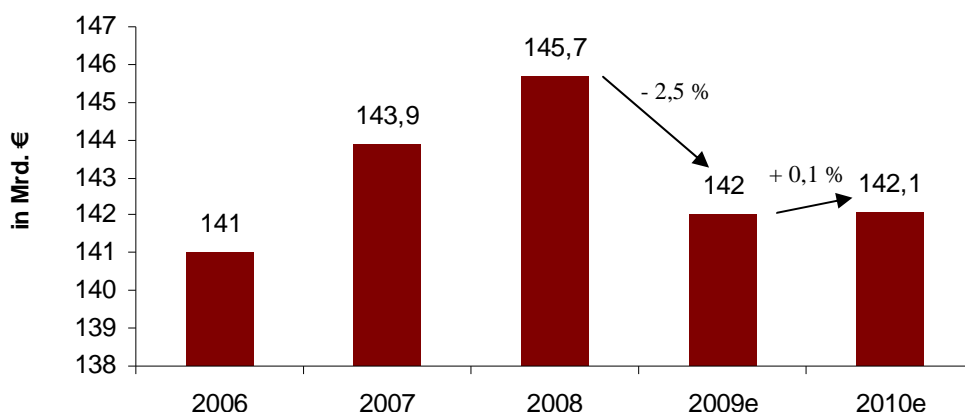
Herr von Sydow studierte Jura an den Universitäten Heidelberg und Freiburg und wurde im Jahr 1991 als Rechtsanwalt zugelassen. Während der Referendarzeit war er bei der japanischen Anwaltskanzlei Nagashima & Ohno in Tokio tätig. Herr von Sydow ist Mitglied der International Bar Association, im Aufsichts- oder Beirat einer Reihe von Unternehmen und ist Co-Chairman des Regional Committee Bavaria der American Chamber of Commerce. Aktuell ist Herr von Sydow Partner bei McDermott Will & Emery Rechtsanwälte Steuerberater LLP in München. Dabei ist Herr von Sydow auf die Gebiete Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, M & A, Private Equity sowie Restrukturierung spezialisiert.

Markt und Marktumfeld

Die aktuelle deutsche Wirtschaftsentwicklung zeigt in den neuesten Stimmungsindikationen die ersten Aufhellungstendenzen und deutet damit auf eine Bodenbildung der Krisensituation hin. Unterstützend auf diese positiven Impulse wirken sich in erster Linie die privaten und staatlichen Ausgaben, aber auch eine Zunahme der Bauinvestitionen, eine Stabilisierung der Industrieproduktion sowie der Anstieg der Auftragseingänge aus. Dementsprechend zeigt das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) im dritten Quartal 2009 gegenüber dem Vorquartal einen Anstieg in Höhe von 0,7 % auf. Für das Gesamtjahr 2009 wird zwar ein Rückgang des BIP in Höhe von 5,0 % erwartet, die zuletzt gesehenen Tendenzen lassen jedoch eine stabile Entwicklung des Jahres 2010 erahnen.

Vor diesem Hintergrund zeigt der deutsche IT-Markt eine nach wie vor als stabil einzuschätzende Entwicklung auf. Der Bundesverband der Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) geht in seiner aktuellen Veröffentlichung auf Gesamtjahressicht 2009 von einer unterproportionalen Reduktion des Marktvolumens in Höhe von 2,5 % aus. Für das kommende Jahr erwartet der Branchenverband ein leichtes Marktwachstum von 0,1 % auf 142,1 Mrd. €, welches damit den aktuellen Abwärtstrend beenden sollte.

ITK-Marktzahlen (2006 - 2010e)



Quelle: BITKOM; GBC AG

Trends auf dem IT-Markt

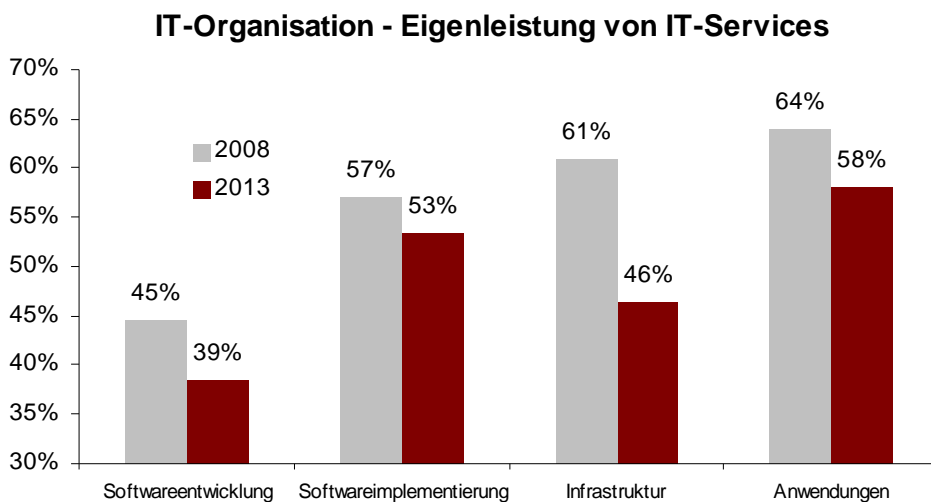
Das Consultingunternehmen Capgemini hat in ihrer Studie *IT-Trends 2009* die Verhaltensweisen und Motivationen der Unternehmen hinsichtlich der Eigenleistungstiefe im Bereich der IT sowie die Ziele im Bezug auf die Industrialisierung der IT anhand einer Umfrage ausgearbeitet. Auch wenn diese Studie im Vorfeld der Finanzkrise durchgeführt wurde, so lassen die Aussagen der Befragten allgemein gültige und mittelfristige Trends hinsichtlich der Einbindung der IT in den Wertschöpfungsprozess von Unternehmen ableiten.

Demnach nehmen die Unternehmen die eigenen IT-Abteilungen als eine technische Abteilung, die in der Regel von der Wertschöpfung des Unterneh-

mens ausgegliedert ist, wahr. Ein Großteil der befragten Gesellschaften lasse eine Verbindung von Managementparametern und IT-fachlichen Themen vermissen, was auch dazu führt, dass das Verständnis von IT als wichtiger Beitrag für Kostensenkungen und Innovationen nicht gegeben ist. IT wird also als reiner Dienstleister mit der Aufgabe einer reibungslosen Lieferung von Assets wahrgenommen. Die Studie lässt jedoch eine Verschiebung der IT in Richtung Business Partner des Managements, der verantwortlich für die Umsetzung von geschäftlichen Anforderungen ist, erwarten. Aktuell liegt diese Wahrnehmung bei gerade einmal 49 % der Unternehmen, dieser Wert solle künftig auf 92 % ansteigen.

Die IT-Budgetplanungen unterstützen diesen Gedankengang. Zwar seien Projekte in der Finanzkrise verschoben worden, dennoch kann ein Trend abgeleitet werden, wonach Unternehmen langfristig steigende Budgets für IT einplanen. Geringere Ausgaben wirken sich nach Meinung von 57 % der befragten Unternehmen sogar negativ auf das Tagesgeschäft aus, während gleichzeitig 62 % eine Bedrohung der Wettbewerbsfähigkeit sehen. Diese Entwicklung ist gekoppelt am Platzen der Dot-Com-Blase, die jahrelang Kostensenkungsmaßnahmen nach sich gezogen hatte. Die Budgetrestriktionen führten zu einem hohen Standardisierungsgrad und in diesem Zusammenhang hat sich die Auslagerung von Serviceleistungen an spezialisierte IT-Dienstleister als ein probates Mittel herauskristallisiert.

Demzufolge lässt die Capgemini-Studie erahnen, dass auch der Eigenanteil bei Entwicklung, Betrieb, Wartung und Pflege der IT künftig abnehmen wird. Die Untersuchungsergebnisse hinsichtlich einer geplanten Reduktion von Eigenleistung sind in der folgenden Grafik zusammengefasst:



Quelle: Capgemini; GBC AG

Das Outsourcing von IT-Dienstleistungen wird in den kommenden Jahren vor dem Hintergrund der oben dargestellten Situation zunehmend an Attraktivität gewinnen.

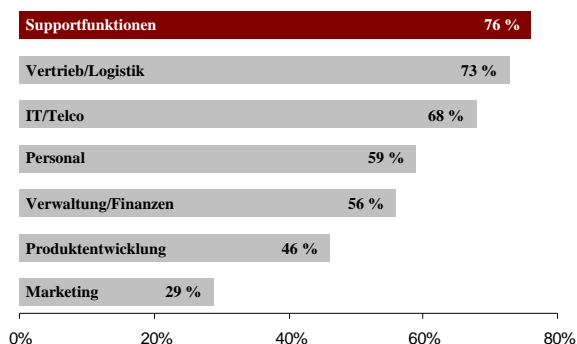
IT-Outsourcing

Der Studie „Outsourcing - Baustein eines neuen Unternehmensmodells“ von Ernst & Young zufolge, ist das Outsourcing einzelner Unternehmensfunktionen zu einem europäischen Trend angewachsen. Demnach liege die Out-

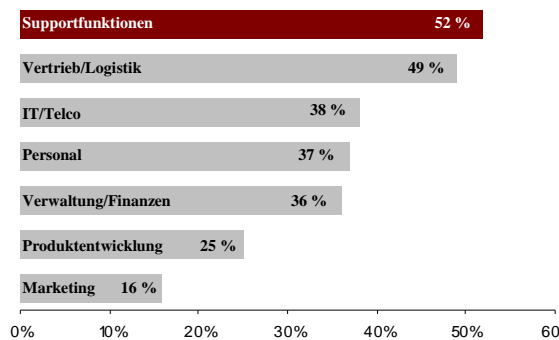
sourcing-Rate der befragten europäischen Unternehmen bei 70 % mit durchschnittlich 4,1 ausgelagerten Funktionen. Deutschland liegt in diesem Zusammenhang mit einer Outsourcing-Rate von 70 % und durchschnittlich 4,3 ausgelagerten Funktionen sogar leicht über dem europäischen Trend. Die Anzahl an ausgegliederten Funktionen weist damit eine immer größer werdende Bandbreite an ausgegliederten Aktivitäten auf, der Schwerpunkt liegt jedoch weiterhin im für die Softline AG wichtigen Bereich von Supportfunktionen (siehe linke untenstehende Tabelle).

Trotz der aktuell verhältnismäßig hohen Outsourcing-Rate, sieht die Ernst & Young-Studie weiterhin gute Geschäftschancen für externe Dienstleister. Laut Unternehmensbefragungen wird der Schlüsselmarkt mit den größten Potenzialen unverändert im Bereich des Outsourcing von Supportfunktionen anzutreffen sein. Demnach planen 52 % der Studienteilnehmer diesen Bereich in den kommenden zwei Jahren auszulagern und damit dürfte das Outsourcing weiterhin das größte Segment des deutschen IT-Marktes darstellen (siehe rechte untenstehende Tabelle). Diese Ergebnisse stehen im Einklang zum bereits beschriebenen Trend der Reduzierung der IT-Fertigungstiefe, die sich trotz Wirtschaftskrise fast ungebrochen fortsetzt. Folgende Grafiken fassen die Erkenntnisse der Ernst & Young-Studie zusammen:

Aktuelle Outsourcing-Rate nach Funktionen



weitere Outsourcing-Nachfrage bis 2010



Quelle: Ernst & Young, GBC AG

Markt für Freelancer

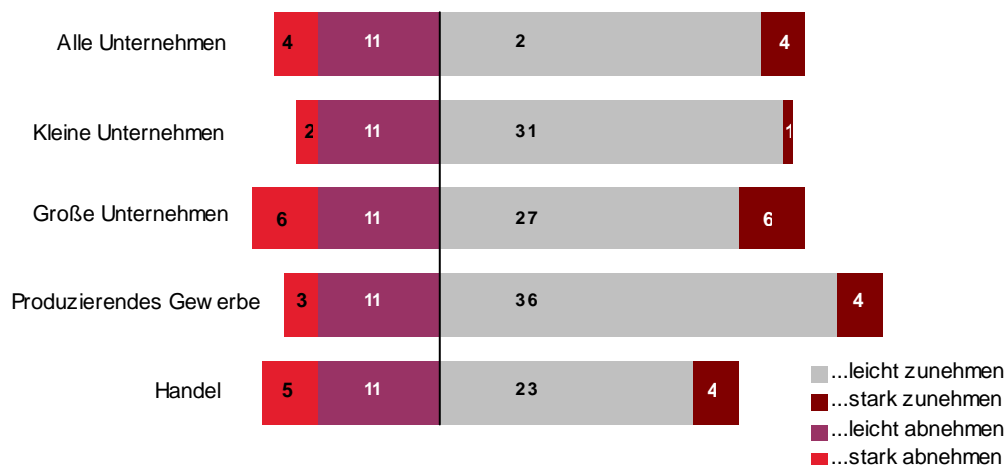
In der Strategie der Softline AG nimmt das Geschäftsfeld der Vermittlung von IT-Spezialisten eine wichtige Stellung ein und dementsprechend kommt dem Freelancer-Markt eine hohe Bedeutung zu. Ausschlaggebend für dieses Marktsegment ist dabei eine in den letzten Jahren beobachtete zunehmende Akzeptanz beim Einsatz externer IT-Mitarbeiter, die damit die Basis für eine weiterhin positive Entwicklung liefert. Als Argument der positiven Erwartung stehen dabei die Chancen und Vorteile beim Einsatz externer IT-Spezialisten im Vordergrund.

Einer von Berlecon Research im Auftrag der Hays AG durchgeführten Studie zufolge, wurden als zentrale Bausteine für den Einsatz freier Mitarbeiter hohe Flexibilität, Kosteneinsparungen sowie ein positiver Produktivitätseffekt identifiziert. Zwei Vorteile ragen dabei bei etwa 75 % der befragten Unternehmen deutlich heraus: der flexible Ressourceneinsatz sowie die Produktivitätssteigerung durch Know-how-Transfer seitens der Externen. Also Vorteile, die sowohl in konjunkturell schwierigen Zeiten aber auch wirtschaftlichen Wachstumsphasen zum Tragen kommen sollten.

Dementsprechend verhältnismäßig stabil präsentiert sich die Entwicklung des Marktes für IT-Freelancer. In der Lünendonk-Marktsegmentstudie 2009 „Der Markt für Rekrutierung, Vermittlung und Steuerung freiberuflicher IT-Experten in Deutschland“ gehen die befragten Unternehmen von einem Marktrückgang von 3,2 % im Jahr 2009 aus. Die BIP-Prognosen für das Jahr 2009 lagen im Vergleich dazu zum Befragungszeitpunkt bei -6,0 %.

Für den Zeitraum von 2009 bis 2014 erwarten die Unternehmen dagegen wieder steigende Umsätze, die in einem jährlich prognostizierten Wachstum von 12,1 % münden sollten. Weitestgehend im Einklang mit den Wirtschaftsforschungsinstituten rechnen demnach die führenden Anbieterunternehmen bis Ende 2010 mit einem Ende der aktuellen Wirtschaftskrise. Die Aussagen der Lünendonk-Studie sind mit den Ergebnissen der Hays-Studie annähernd deckungsgleich. Hier deuten die Befragungsergebnisse auf eine künftige Ausweitung des Einsatzes freier Mitarbeiter hin. Zum Zeitpunkt der Befragung sahen dabei mehr als 80 % der Unternehmen einen kurzfristigen Bedarf an externen Spezialisten. Auch für die kommenden zwei bis drei Jahre wird von einem steigenden Anteil der IT-Freelancer im Vergleich zu den fest angestellten IT-Mitarbeitern gerechnet. Diese Tatsache, die aus der folgenden Grafik ersichtlich wird, lässt den Schluss zu, dass sich der Einsatz freier Mitarbeiter in Deutschland zunehmend etabliert hat und auch künftig eine immer wichtigere Rolle spielen wird.

Verhältnis extern/intern wird in den nächsten Jahren in % ..



Quelle: Berlecon Research, Hays AG; GBC AG

Eine Folge dieser Ergebnisse ist eine erwartete Zunahme der Zusammenarbeit vieler Unternehmen mit internen und externen Dienstleistern. Unterstützend greift hier die Tatsache ein, dass ein Aufbau eigener IT-Ressourcen abhängig von der Unternehmensgröße vielfach nicht lohnenswert erscheint. Eine ähnliche Tendenz sehen auch die befragten Unternehmen aus der Hays-Studie. Demnach zeigen sich die Mehrzahl der Unternehmen gegenüber einer Zusammenarbeit mit externen Dienstleistern aufgeschlossen. Die Auslagerung von Teilaufgaben (Managed Services) wird heute bei ca. 44 % der Unternehmen praktiziert. Weitere 13 % der befragten Unternehmen planen zudem eine Auslagerung und damit die Ausweitung einer Kooperation mit freiberuflichen Mitarbeitern. Damit wird die Grundlage für eine weiterhin positive und dynamische Entwicklung des Marktes für IT-Freelancer geliefert.

Unternehmensentwicklung und Prognose

Geschäftsentwicklung - 2008/09

Umsatzentwicklung

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2008/09 (1.7.2008 bis 30.6.2009) stand bei der Softline AG ganz im Zeichen der strategischen Neuausrichtung und der Weichenstellungen für zukünftiges Wachstum. Im Zuge der Neuorganisation wurde vom Vorstand die Entscheidung getroffen, sich vom margenschwachen Geschäftsbereich Softwaredistribution an Fachhändler zu trennen. Infolgedessen erfolgte zum 1. Juli 2009 dann der Verkauf der TradeMail Distribution GmbH.

Es ist wichtig anzumerken, dass das abgelaufene Geschäftsjahr 2008/09 aufgrund des Verkaufs der TradeMail Distribution nach dem Geschäftsjahresende sowie der nur unterjährigen Konsolidierung der Tochtergesellschaft Prometheus eine stark eingeschränkte Aussagekraft besitzt.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 erzielte die Softline AG auf Konzernebene Umsatzerlöse in Höhe 19,43 Mio. € (VJ: 26,40 Mio. €). Dabei entfielen Umsätze von 13,13 Mio. € (VJ: 21,15 Mio. €) auf den Geschäftsbereich „**Softwaredistribution**“. Die Tochtergesellschaft TradeMail Distribution wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 noch vollständig konsolidiert und erzielte hier einen Umsatz von 11,72 Mio. €. Die Softline AG konnte in 2008/09 eine stabile Geschäftsentwicklung verzeichnen und lag mit Umsatzerlösen in Höhe von 1,41 Mio. € rund 0,1 Mio. € unter dem vergleichbaren Vorjahresniveau. Seit dem 1. Juli 2009 ist die TradeMail Distribution infolge des Verkaufs an die Eigentümer der SOS Software Service nicht mehr dem Konsolidierungskreis der Softline AG zuzuordnen.

Im zweiten Segment „**Personaldienstleistung**“ beliefen sich die Umsatzerlöse im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 auf 6,30 Mio. € (VJ: 5,25 Mio. €). Die Umsätze im Segment Personaldienstleistung entfielen vollständig auf die Tochtergesellschaft Prometheus GmbH. Hierbei ist es jedoch zu berücksichtigen, dass die Beteiligung an der Prometheus GmbH (Anteil: 65 %) am 4. Mai 2009 an einen Finanzinvestor veräußert wurde mit der Option eines Rückkaufs. Folglich hat die Gesellschaft nur für rund 10 Monate zum Konzernergebnis beigetragen.

Ergebnisentwicklung

Das Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) belief sich in 2008/09 auf -1,05 Mio. € gegenüber -2,62 Mio. € in der Vorjahresperiode. Das Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT) fiel im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008/09 negativ aus und lag bei -1,36 Mio. € (VJ: -2,84 Mio. €). Während im Geschäftsbereich „**Personaldienstleistung**“ in 2008/09 ein leicht positives Segmentergebnis von 0,04 Mio. € (VJ: -0,13 Mio. €) erreicht werden konnte, belief sich das Segmentergebnis im zweiten Geschäftsfeld „**Softwaredistribution**“ auf -1,64 Mio. € (VJ: -2,60 Mio. €).

Sonstige betriebliche Erträge aus beigelegten Rechtsstreitigkeiten haben das operative Ergebnis im Berichtszeitraum 2008/09 mit 0,37 Mio. € positiv beeinflusst. Das Zinsergebnis fiel mit -0,03 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €) leicht negativ aus. Unter Berücksichtigung der Steuerlast und den Minderheitenanteilen

erzielte die Softline AG in 2008/09 einen Jahresfehlbetrag in Höhe von -1,60 Mio. € (VJ: -2,78 Mio. €).

Bilanzielle und finanzielle Situation

Die Aktivseite der Bilanz ist im Wesentlichen geprägt durch die zur Veräußerung gehaltenen Vermögensgegenstände, die zum 30.6.2009 2,34 Mio. € betragen. Diese standen im Zusammenhang mit dem inzwischen realisierten Verkauf der TradeMail Distribution. Bereinigt um diesen Bilanzposten lag die Bilanzsumme der Softline AG bei lediglich 1,26 Mio. €, was der Tatsache Rechnung trägt, dass zum 30.6.2009 lediglich die Softline AG zum Konsolidierungskreis gehörte. Zudem verfügte die Gesellschaft über liquide Mittel in Höhe von 0,32 Mio. €, denen keinerlei Bankverbindlichkeiten auf der Passivseite der Bilanz gegenüberstanden.

Erwähnenswert ist auch die Tatsache, dass die Gesellschaft bislang darauf verzichtet hat, latente Steuern für die vorhandenen Verlustvorträge zu aktivieren. Insgesamt verfügt die Softline AG aus der verlustreichen Vergangenheit über steuerlich nutzbare Verlustvorträge in Höhe von 40,73 Mio. €. Durch die Einführung des Sanierungsprivilegs ist die zukünftige Nutzung der bestehenden Verlustvorträge voll gewährleistet. Dies stellt in unseren Augen ein wesentliches Asset für der Softline-Gruppe dar, welches bilanziell in keiner Weise erfasst ist.

Das Eigenkapital der Softline AG belief sich zum 30.6.2009 auf 0,74 Mio. €, was einer Eigenkapitalquote von 20,5 % entspricht. Bei einer Eliminierung der Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit der Veräußerung der TradeMail Distribution beliefen sich die Verbindlichkeiten und Rückstellungen auf lediglich 1,00 Mio. €. Durch den Verkauf der TradeMail Distribution sollte nach unserer Einschätzung weder ein Buchgewinn noch ein Buchverlust entstanden sein.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Bilanz von Softline die Tatsache widerspiegelt, dass zum Stichtag 30.6.2009 lediglich die Softline AG dem Konsolidierungskreis angehörte, die Prometheus jedoch nicht. Positiv bleibt festzuhalten, dass die Gesellschaft über keine nennenswerten Verbindlichkeiten verfügt und dass die hohen Verlustvorträge, die einen zentralen Vermögensgegenstand der Softline AG darstellen, bilanziell noch nicht in Form von aktiven latenten Steuern berücksichtigt sind.

SWOT-Analyse Softline AG

Stärken

- Management und Großaktionäre beteiligen sich im Rahmen der Kapitalmaßnahmen
- Sehr niedrige Steuerquote in den kommenden Jahren aufgrund der vorhandenen Verlustvorträge von mehr als 40 Mio. €
- Prometheus mit lang laufenden Rahmenverträgen mit führenden Systemintegratoren (T-Systems, HP, DELL, Fujitsu, IBM, Cancom)
- Viele hochkarätige Referenzen im Projektbereich
- Flächendeckender Vor Ort-Service in ganz Deutschland durch Zugriff auf Prometheus Netzwerk
- Geringer Working Capital Bedarf und hohe Skalierbarkeit im Bereich Managed Desktop aufgrund des „Pay-per-Seat“-Modells
- Datenbank von Prometheus umfasst über 50.000 Freelancer
- Erfahrenes Management mit internationalem Netzwerk
- Hoher Auftragsbestand bei Prometheus gibt Planungssicherheit und sorgt für hohe Visibilität bei den Umsätzen in 2010
- Keine hohe Abhängigkeit von einzelnen Kunden und breit diversifizierte Kundenbasis

Schwächen

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

Chancen

- Zusätzliche Ergebnisbeiträge aus möglichen Akquisitionen unterliegen aufgrund der Verlustvorträge nur der Mindestbesteuerung
- Starkes Wachstum im Marktsegment „Infrastructure as a Service“ (IaaS) in den kommenden Jahren erwartet
- Umsätze im Segment Managed Desktop führen zukünftig zu einem hohen Anteil wiederkehrender Erlöse
- Akquisitorisches Umfeld aktuell eher günstig

Risiken

- Dynamisches Wachstum bei Prometheus kann zu einem temporär höheren Working Capital Bedarf führen
- Verschiebung von IT-Projekten und Investitionsverzögerungen auf Kundenseite aufgrund der konjunkturellen Situation
- Direkter Vertriebskanal bei der Softline Services hat entscheidende Bedeutung für zukünftige Unternehmensentwicklung

Eckdaten zur Kapitalerhöhung

Die Softline AG wechselte mit Wirkung zum 16.11.2009 vom regulierten Markt an der Börse München in das Handelssegment M:access innerhalb des Freiverkehrs der Börse München.

Des Weiteren wurde anlässlich der Hauptversammlung am 11. Dezember 2009 in München ein Kapitalschnitt in Höhe von 1:10 durchgeführt. Durch die Kapitalherabsetzung reduzierte sich die insgesamt ausstehende Aktienanzahl von 10,14 Mio. auf 1,014 Mio. Zudem wurde auf der Hauptversammlung auch die Verlegung des Hauptsitzes der Gesellschaft von Offenburg nach München beschlossen. Des Weiteren verfügt die Softline AG über ein genehmigtes Kapital von 5 Mio. Aktien.

Im April 2009 wurde die Beteiligung in Höhe von 65 % an der Prometheus GmbH von der Softline AG an einen Finanzinvestor verkauft, um die notwendige Liquidität zu sichern. Anschließend wurde mit dem Finanzinvestor eine Absichtserklärung geschlossen, die Prometheus GmbH im Rahmen der Kapitalerhöhung wieder in den Softline-Konzern zu integrieren.

Im Rahmen der nun anstehenden Kapitalmaßnahmen wird in einem ersten Schritt die Prometheus GmbH im Zuge einer **Kapitalerhöhung** in die Softline AG eingebracht werden. Das öffentliche Angebot soll insgesamt bis zu 3,00 Mio. neue Aktien umfassen, die zu einem Bezugspreis von 1,85 € den Aktionären angeboten werden. Die Kapitalerhöhung wird mit einem Bezugsrecht für die Altaktionäre ausgestattet sein. Im Falle einer vollständigen Platzierung der angebotenen Aktien führt dies bei der Softline AG zu einem Mittelzufluss vor Emissionskosten in Höhe von 5,55 Mio. €. Nach Abschluss der Kapitalerhöhung erhöht sich die Anzahl der ausstehenden Aktien auf dann insgesamt 4,01 Mio.

Mittelverwendung Kapitalerhöhung

Ein Großteil der zufließenden liquiden Mittel aus der Barkapitalerhöhung soll in die Rückführung der Prometheus in den Konzern sowie in den Ausbau des Vertriebs für die Softline Services investiert werden. Insgesamt plant die Gesellschaft bis Mitte des Jahres eine Vertriebsmannschaft von 8 Mitarbeitern aufgebaut zu haben, welche neben dem Vorstand auch zwei Key Account Manager, Vertriebsbeauftragte sowie Tele Sales Mitarbeiter umfassen wird. Die Softline Services AG ist mit dem aktuellen Produktportfolio, insbesondere im Bereich Managed Desktop, frühzeitig am rasant wachsenden Markt für „Infrastruktur Outsourcing“ positioniert und verfügt auch mit dem Zugriff auf das Netzwerk der Prometheus über die Kapazitäten den notwendigen flächendeckenden Service und Support anzubieten.

Des Weiteren wird ein Teil des Mittelzuflusses für die Finanzierung eines zu erwarteten erhöhten Working Capital Bedarfs bei Prometheus benötigt werden. Aufgrund der bereits fest zugesagten Großprojekte sowie der gut gefüllten Angebotspipeline ist im kommenden Geschäftsjahr 2010 von einem signifikanten Umsatzwachstum auszugehen. Dies kann temporär mit einem Anstieg des Net Working Capitals einhergehen, da die von Prometheus im Rahmen größerer IT-Projekte eingesetzten Freelancer vorfinanziert werden müssen.

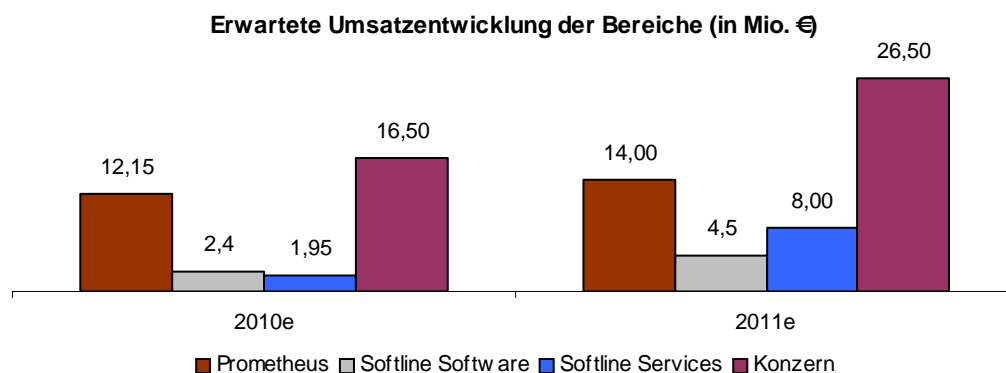
Des Weiteren soll die gestärkte Eigenkapitalbasis dazu genutzt werden, dass organische Wachstum perspektivisch durch Akquisitionen zu ergänzen. Potentielle Übernahmekandidaten könnten dabei nach unserer Einschätzung in den Märkten Infrastruktur Outsourcing, Managed Services sowie Resource Management angesiedelt sein. Die Holding fungiert hier als Übernahmehohel. Für Übernahmen steht der Gesellschaft nach der Kapitalerhöhung zudem noch ein verbleibendes genehmigtes Kapital von rund 2,0 Mio. Aktien zur Verfügung. Den großen Vorteil einer anorganischen Wachstumsstrategie sehen wir in der Nutzung der steuerlich nutzbaren Verlustvorträge von mehr als 40 Mio. €. Mögliche Akquisitionen haben wir allerdings nicht im Rahmen unserer Schätzungen berücksichtigt. Unsere Schätzungen basieren ausschließlich auf rein organischem Wachstum.

Prognose und Modellannahmen

Unsere Schätzungen für die Softline AG beruhen auf der Annahme, dass die Prometheus zum Stichtag 1. Januar 2010 dem Konsolidierungskreis des Konzerns angehört. Des Weiteren unterstellen wir eine erfolgreiche Platzierung von 3,00 Mio. neuen Aktien im Rahmen der Kapitalerhöhung.

Umsatzprognosen

Für den Softline-Konzern erwarten wir für das kommende Geschäftsjahr 2010 Umsatzerlöse in Höhe von 16,50 Mio. €. Auf einer Pro-Forma Basis, d. h. unter Einbeziehung einer ganzjährigen Konsolidierung der Gesellschaft Prometheus, wird der Konzernumsatz für das noch laufende Kalenderjahr 2009 erwartungsgemäß bei rund 10,0 Mio. € liegen, so dass wir von einem Umsatzzuwachs im kommenden Geschäftsjahr 2010 von 65,0 % ausgehen. Die nachstehende Graphik zeigt dabei unsere Umsatzprognosen in den Geschäftsjahren 2010 sowie 2011 für die drei Tochtergesellschaften Prometheus, Softline Services sowie Softline Software.



Quelle: GBC

Prometheus

Bei der mit Abstand umsatzstärksten Tochtergesellschaft Prometheus erwarten wir im kommenden Geschäftsjahr 2010 ein signifikantes Umsatzwachstum von 42,9 % auf dann rund 12,15 Mio. € (2009e: 8,50 Mio. €). Dabei sollte der Umsatz im Segment „**Ressource Portfolio Management**“ (RPM) bei knapp 5 Mio. € liegen, während sich die Umsatzerlöse im zweiten Geschäftsfeld „**System Services**“ auf leicht über 7 Mio. € belaufen sollten. In 2010 werden nach unserer Schätzung damit rund 60 % der Umsätze auf das Projektgeschäft, wie z. B. Rollouts, Desktop Outsourcing, Wartung von Clients und Serversystemen, sowie Managed Services im Geschäftsbereich „**System Services**“ entfallen. Die Gesellschaft konnte im laufenden Geschäftsjahr 2009 einen großen Rahmenvertrag als „Preferred Supplier“ mit dem Systemhaus T-Systems abschließen. Das Umsatzpotential aus diesem Vertrag schätzen wir jährlich auf rund 10 Mio. €. Darüber hinaus bestehen lang laufende Rahmenverträge mit den führenden Systemintegratoren, wie beispielsweise DELL, HP, Fujitsu und ComputaCenter.

Des Weiteren ist die aktuelle Angebotspipeline enorm gut gefüllt und sollte

sich Ende Dezember 2009 nach unserer Schätzung auf rund 50 Mio. € belaufen. Vor dem Hintergrund der bestehenden Rahmenverträge mit den führenden Systemhäusern sowie den aussichtsreichen Vertragsanbahnungen erachten wir den Umsatzzuwachs auf dann 12,00 Mio. € im kommenden Geschäftsjahr 2010 als bereits weitestgehend abgesichert und somit gut erreichbar. Positive Effekte für die Kundenwahrnehmung und Reputation der Prometheus erwarten wir zudem auch durch die gestärkte Eigenkapitalausstattung infolge der Kapitalerhöhung sowie durch die Reintegration in den Softline-Verbund.

Softline Services

Der Aufbau der Vertriebsmannschaft bei der neu gegründeten Softline Services GmbH sollte nach unserer Einschätzung zu Beginn des Jahres 2010 vollständig abgeschlossen sein, so dass der Vertrieb der Produkte rechtzeitig erfolgen kann. Der Vertriebsfokus ist dabei klar auf das Endkundensegment gerichtet. Aufgrund einer gewissen Vorlaufzeit rechnen wir bei Softline Services mit den ersten Umsatzerlösen ab dem Monat August 2010. Im ersten Geschäftsjahr von Softline Services erwarten wir bereits Umsatzerlöse in Höhe von 1,95 Mio. €.

Dies beruht auf der Annahme, dass die Gesellschaft in der zweiten Jahreshälfte 2010 rund 20.000 Verträge für „Managed Desktop“ an klein- und mittelständische Unternehmen und Konzerne verkauft. Kernprodukt ist die DeskCenter Management Suite. Der „Managed Desktop“ kann dabei modular durch Softwareprodukte im Bereich AntiVirus und das OpenSource-Mail Tool Zimbra erweitert werden. Die Wartung und der Support wird durch Prometheus gewährleistet. Die Verträge werden dabei als „Pay-per-Seat“ Modell angeboten, d. h. der Kunde bezahlt pro User einen bestimmten Betrag. Die Verträge haben im Regelfall eine Laufzeit von 3 bis 5 Jahren und die Wartungsgebühren werden 12 Monate im Voraus bezahlt. Im Rahmen unserer Schätzung unterstellen wir eine durchschnittliche monatliche Gebühr pro User von rund 25 €. Folglich sollte sich der Umsatzbeitrag für das Untersegment „Managed Desktop“ auf rund 0,77 Mio. € summieren. Als erster wichtiger Referenzkunde mit rund 600 verkauften Managed Desktop konnte bereits ein renommierter mittelständischer Verlag gewonnen werden. Im Geschäftsjahr 2011 sehen unsere Schätzungen ein dynamisches Umsatzwachstum im Bereich Managed Desktop auf dann 5,80 Mio. € vor.

Zudem ist es vorgesehen, dass die Softline Services GmbH auch mit dem Verkauf von herstellerunabhängigen Garantiepaketen für den Server-Markt startet. Die Gesellschaft kooperiert hierbei mit PC-Garant und dem Versicherungskonzern AXA. Softline Services fokussiert sich bei dem Vertrieb der Garantiepakete vorerst auf Gebraucht- und Neugeräte der Hersteller HP, Fujitsu und IBM. In diesem zweiten Untersegment von Softline Services rechnen wir für das zweite Halbjahr 2010 mit einem Umsatz von rund 0,58 Mio. €. Im Geschäftsjahr 2011 rechnen wir mit einem Umsatzanstieg um 37,9 % auf 0,80 Mio. €.

Zusätzlich erwarten wir durch die Vermittlung von Freelancern über die Marke Xpertlink für 2010 einen Umsatzbeitrag von 0,60 Mio. €, der in 2011 erwartungsgemäß auf 1,40 Mio. € weiter ansteigen wird.

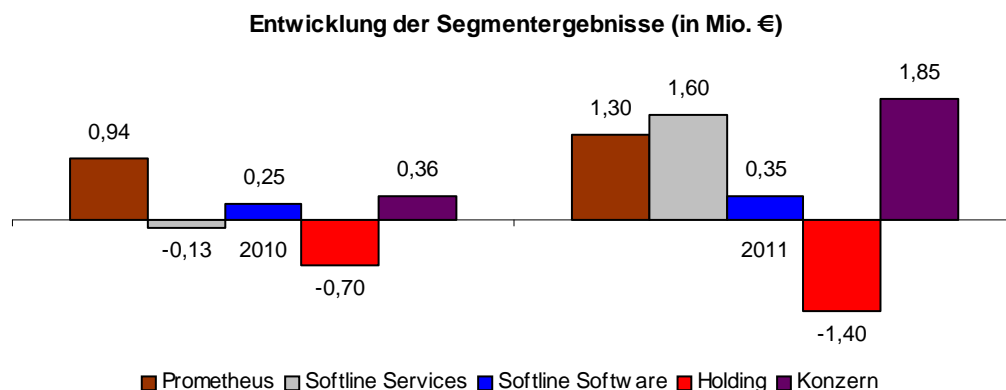
Softline Software

Im originären Geschäftsfeld Softwarehandel gehen wir im kommenden Geschäftsjahr 2010 von einem deutlichen Zuwachs bei den Umsatzerlösen auf dann 2,40 Mio. € gegenüber rund 1,50 Mio. € im Vorjahr aus. Die Softline AG ist bereits seit über 25 Jahren am Markt aktiv und kann auf einen hohen Bekanntheitsgrad sowie einen bewährten Kundenstamm bei klein- und mittelständischen Unternehmen sowie öffentlichen Institutionen verweisen. Dies zeigt sich unter anderem daran, dass trotz sehr geringer Marketingaufwendungen und nur einem einzigen Vertriebsmitarbeiter ein Umsatz in 2009 von rund 1,5 Mio. € erzielt werden konnte.

Bedingt durch die bereits erfolgte Einstellung eines weiteren Vertriebsmitarbeiters in Offenburg sowie einer geplanten leichten Erhöhung der Marketingaktivitäten sollte sich das Umsatzwachstum in 2010 einstellen. Die Anmietung eines kleineren Büros in Offenburg wird zudem im kommenden Jahr auf der Kostenseite zu deutlichen Einsparungen führen.

Ergebnisprognosen

Das EBIT auf Konzernebene sehen wir im kommenden Geschäftsjahr 2010 bei 0,36 Mio. €. Die nachstehende Graphik zeigt dabei unsere Annahmen für Verteilung der operativen Ergebnisse auf die verschiedenen Segmente in 2010 und 2011:



Quelle: GBC

Die Softline Services wird dabei gemäß unserer Erwartung das erste Geschäftsjahr 2010 aufgrund von Anlaufkosten und der noch zu geringen Umsatzbasis mit einem leichten Verlust abschließen. Die Tochtergesellschaft Prometheus sollte in 2010 mit einem EBIT von 0,94 Mio. € sowie einer EBIT-Marge von 7,7 % den höchsten Ergebnisbeitrag im Konzern liefern. Bei der Softline Software rechnen wir mit einem leicht positiven Segmentergebnis von 0,25 Mio. € in 2010. Die den einzelnen Segmenten nicht direkt zurechenbaren Holding-Kosten sehen wir in 2010 bei -0,70 Mio. €.

Das Finanzergebnis sollte nach unserer Einschätzung in 2010 ausgeglichen ausfallen. Wir kalkulieren mit einem Bruttoemissionserlös aus der Kapitalerhöhung in Höhe von 3,35 Mio. €. Ein Teil der zufließenden Mittel wird für die Ablösung eines Gesellschafterdarlehens verwendet. Trotz der dann vorhan-

denen Nettoliquidität rechnen wir unter konservativen Gesichtspunkten mit einem ausgeglichen Zinsergebnis. Das Vorsteuerergebnis (EBT) sehen wir in 2010 bei 0,36 Mio. €. Unter Berücksichtigung der vorhandenen Verlustvorträge sollte das EBT daher dem Jahresüberschuss entsprechen. Minderheitenanteile fallen keine an, da alle Tochterunternehmen zu 100 % im Besitz der Softline AG sind. Den Gewinn je Aktie (EPS) für das kommende Geschäftsjahr 2010 beträgt dann folglich 0,09 €.

Für das Geschäftsjahr 2011 sehen unsere Schätzungen ein EBIT auf Konzernebene in Höhe von 1,85 Mio. €. In 2011 sollte das dynamische Umsatzwachstum bei Softline Services dazu beitragen, dass das Segmentergebnis hier mit 1,60 Mio. € höher ausfällt als bei der Tochtergesellschaft Prometheus. Beim Finanzergebnis rechnen wir in 2011 mit einer schwarzen Null. Des Weiteren kalkulieren wir bei der Steuerquote infolge der Mindestbesteuerung mit einem Wert von 8,0 %. Unter Berücksichtigung der ausstehenden Aktienanzahl von 4,01 Mio. ergibt sich ein EPS für 2011 in Höhe von 0,43 €.

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Softline AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten ist die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,50 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,46.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,5 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,5 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,5%
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	6,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	24,99 %
WACC	11,5 %

Modellannahmen

Die Softline AG wurde von uns an Hand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1, erfolgt von 2012 bis 2016 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz der Verstärkung von Werttreibern. Dabei rechnen wir unter konservativen Gesichtspunkten mit einer nachhaltigen Steigerung beim Umsatz von 3,0 %. Die nachhaltige EBITDA-Marge beläuft sich in der Stetigkeitsphase auf 7,47 %. Die Steuerquote haben wir aufgrund der bestehenden Verlustvorträge sowie der zu zahlenden Mindestbesteuerung mit 8,0 % in Phase 2 berücksichtigt.

In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %, eine Kapitalrendite von 15,33 % sowie eine konservative Steuerquote unter Berücksichtigung gesetzlicher Unwägbarkeiten von 29,8%.

Die Softline AG plant die Berichtserstattung auf das Kalenderjahr umzustellen. Folglich handelt es sich für den Zeitraum vom 30.6.2009 bis 31.12.2009 um ein Rumpfgeschäftsjahr. Im Rumpfgeschäftsjahr 2009 sind lediglich die Umsätze der Softline AG von erwarteten rund 0,8 Mio. € enthalten. Aufgrund der untergeordneten Bedeutung dieses Zeitraums haben wir das Geschäftsjahr 2010 (1.1.2010 bis 31.12.2010) als erste Schätzperiode herangezogen.

Bilanziell haben wir die Einbringung der Prometheus berücksichtigt, die annehmegemäß zum 1.1.2010 erfolgt. Durch die Einbringung der Prometheus sollten sich nach unserer Einschätzung einige Bilanzpositionen gegenüber dem Stichtag 30.6.2009 leicht verändern. Die Nettoverschuldung sehen wir Anfang 2010 bei 2 Mio. €. Des Weiteren unterstellen wir ein Net Working Capital von 2 Mio. € sowie ein operatives Anlagevermögen in Höhe von 0,04 Mio. €.

Die Anzahl der ausstehenden Aktien nach dem Kapitalschnitt sowie nach der Kapitalerhöhung 4,01 Mio. Im Rahmen des DCF-Modells haben wir im Jahr 2010 eine erfolgreiche Platzierung von 3,00 Mio. neuer Aktien zu einem Bezugspreis von 1,85 € angenommen. Dies führt bei der Softline AG im Jahr 2010 zu einem Bruttozufluss an liquiden Mitteln von 5,55 Mio. €.

Softline AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

	consistency - Phase	final -phase
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum 2,0%
EBITDA-Marge	7,5%	ewige EBITA - Marge 5,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	22,0%	effektive Steuerquote im Endwert 29,8%
Working Capital zu Umsatz	16,0%	

in Mio. Euro	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	Endwert
Umsatz	16,50	26,50	27,30	28,11	28,96	29,83	30,72	31,64	
Umsatzveränderung	1550,00%	60,61%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	2,00%
EBITDA-Marge	2,45%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	7,47%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,05	-0,13	-0,15	-0,26	-0,32	-0,39	-0,48	-0,58	
Abschreibungen vom OAV	16,67%	18,57%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	
EBITA	0,36	1,85	1,88	1,84	1,84	1,84	1,82	1,78	
EBITA-Marge	2,15%	6,98%	6,91%	6,53%	6,36%	6,15%	5,91%	5,62%	5,62%
effektive Steuerquote	0,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	29,80%
EBI (NOPLAT)	0,36	1,70	1,73	1,69	1,69	1,69	1,67	1,64	1,27
Working Capital	3,00	4,20	4,37	4,50	4,63	4,77	4,92	5,06	
Working Capital zu Umsatz	18,18%	15,85%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	16,00%	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,30	0,70	1,20	1,46	1,79	2,18	2,66	3,24	
Umsatz zu OAV	55,00	37,86	22,75	19,20	16,21	13,69	11,56	9,76	
Investiertes Kapital (IK)	3,30	4,90	5,57	5,96	6,42	6,95	7,57	8,31	
Kapitalrendite	15,88%	51,58%	35,39%	30,34%	28,41%	26,30%	24,03%	21,61%	15,33%

Free Cashflows:

EBITDA	0,41	1,98	2,04	2,10	2,16	2,23	2,29	2,36
Steuern auf EBITA	0,00	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,15	-0,14
Investitionen in OAV	-0,27	-0,53	-0,65	-0,53	-0,64	-0,79	-0,96	-1,17
Veränderung des Working Capital	-0,85	-1,20	-0,17	-0,13	-0,13	-0,14	-0,14	-0,15
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Freier Cashflow	-0,71	0,10	1,07	1,29	1,24	1,16	1,05	0,90
								11,64

VALUATION in Mio.

	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e
Barwert expliziter FCFs	1,44	4,32	4,71	4,19
Barwert des Continuing Value	4,87	5,43	6,05	6,75
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	6,31	9,75	10,77	10,94
Nettoschulden (Net debt)	2,00	-0,84	-0,94	-2,05
Barwert aller Optionen (neg. Eing.)	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	4,31	10,59	11,71	12,99
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	4,31	10,59	11,71	12,99
Ausstehende Aktien in Mio.	1,01	4,00	4,00	4,00
Fairer Wert der Aktie in	4,25	2,65	2,93	3,25

FINANZCASHFLOW in Mio.

	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e
Dividendenzahlung	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktienrückkäufe	0,00	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	0,00	0,00	0,04	0,09
Liquiditätszufluss durch Kapitalerhöhung	5,55	0,00	0,00	0,00

Ergebnis Sensitivitätsanalyse in Euro

WACC	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%	13,0%
Kapitalrendite							
6,1%	2,00	1,94	1,88	1,83	1,79	1,75	1,72
8,1%	2,26	2,18	2,10	2,04	1,98	1,92	1,88
10,1%	2,53	2,42	2,32	2,24	2,16	2,10	2,04
12,1%	2,79	2,66	2,55	2,44	2,35	2,27	2,20
14,1%	3,06	2,90	2,77	2,65	2,54	2,44	2,36
16,1%	3,33	3,15	2,99	2,85	2,73	2,62	2,52
18,1%	3,59	3,39	3,21	3,05	2,91	2,79	2,68
20,1%	3,86	3,63	3,43	3,26	3,10	2,96	2,84
22,1%	4,12	3,87	3,65	3,46	3,29	3,14	3,00

Fazit

Die letzten 15 Monate standen bei der Softline AG ganz im Zeichen der Restrukturierung sowie der Schaffung von Strukturen, um in Zukunft wieder einen profitablen Wachstumskurs zu beschreiten. Dieser Prozess ist mit der Rückführung der Prometheus, der anstehenden Kapitalmaßnahme sowie der Neugründung der Softline Services abgeschlossen, so dass nunmehr der Fokus wieder auf das Voranbringen des operativen Geschäfts gerichtet werden kann. In den Jahren 2010 sowie 2011 ist von einem signifikanten Umsatzwachstum im Konzernverbund auszugehen.

Für das kommende Geschäftsjahr 2010 gehen wir bei der Softline AG von einem signifikanten Umsatzwachstum auf dann 16,50 Mio. € aus. Dabei wird die Tochtergesellschaft Prometheus mit einem erwarteten Umsatzvolumen von mehr als 12 Mio. € einen maßgeblichen Beitrag leisten. Der hohe Auftragsbestand bei Prometheus zum Jahresende sorgt hierbei für eine gute Planbarkeit der Umsatzerlöse im kommenden Geschäftsjahr 2010. Bei dem neu gegründeten Tochterunternehmen Softline Services rechnen wir in 2010 bereits mit einem Umsatz von knapp 2 Mio. € sowie einem leichten operativen Verlust aufgrund der Anlaufkosten. In den Folgejahren sehen wir die Softline Services als den wesentlichen Wachstumstreiber für die Gruppe an. Die Gesellschaft bietet umfangreiche Dienstleistungen rund um die rasant wachsenden Bereiche Infrastruktur Outsourcing und Managed Desktop an. Des Weiteren erwarten wir einen deutlichen Anstieg der wiederkehrenden Erlöse für 2010 sowie 2011 infolge eines erfreulichen Verlaufs des Outsourcing-Geschäfts.

Als ein weiteres wesentliches Asset der Gesellschaft sehen wir die vorhandenen steuerlich nutzbaren Verlustvorträge von mehr als 40 Mio. € an. Dadurch wird sich die Steuerquote auf Konzernebene in den kommenden Jahren auf einem sehr moderaten Niveau bewegen. Darüber hinaus besteht zusätzlich die Möglichkeit, im Rahmen einer anorganischen Wachstumsstrategie die Verlustvorträge verstärkt zu nutzen.

Wir sehen in der Aktie der Softline AG eine interessante Investmentchance, um an den bevorstehenden Wachstumsraten der Marktsegmente Infrastruktur Outsourcing sowie Ressource Management zu partizipieren. Positiv erachten wir in diesem Zusammenhang auch die Tatsache, dass sowohl das Management als auch die Großaktionäre die Kapitalmaßnahmen in einem angemessenen Umfang mittragen werden und somit ihr Vertrauen in die zukünftige Unternehmensstrategie zum Ausdruck bringen. Der Zufluss der liquiden Mittel aus der Kapitalmaßnahme von mehr als 5,5 Mio. € wird zu einer deutlichen Stärkung der Eigenkapitalausstattung führen.

Anhand unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie der Softline AG einen fairen Wert in Höhe von 2,65 € ermittelt. Ausgehend vom geplanten Bezugspreis der Kapitalmaßnahme bei 1,85 € errechnet sich somit ein Potential für die Aktie von 43 %. Im Rahmen des Initial Coverage lautet unsere Bewertungseinschätzung für die Aktie der Softline AG daher KAUFEN.

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 Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

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

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

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

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

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

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

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

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

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

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

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche 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, Finanzanalyst

Cosmin Filker, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

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

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

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

Internet: <http://www.gbc-ag.de>
E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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