



Researchstudie (Anno)



„GJ 2018 mit einem neuen Rekordumsatz und sehr hohem Auftragsbestand abgeschlossen“

„Hohe Nachfrage nach IT-Beratungsleistungen- und Services ermöglichen eine Fortsetzung des profitablen Wachstumskurses“

„Deutlicher Umsatz- und Ergebnisanstieg für das laufende Geschäftsjahr erwartet“

Kursziel: 13,30 € (zuvor: 12,90 €)

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 23

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 31.07.2019 (10:07 Uhr)
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 31.07.2019 (10:30 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

Softline AG^{*5a;5b;11}

Rating: Kaufen
Kursziel: 13,30 €
(zuvor: 12,90 €)

aktueller Kurs: 6,85
30.07.2019 / Xetra (17:36 Uhr)
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A2DAN10
WKN: A2DAN1
Börsenkürzel: SFD1
Aktienanzahl³: 1,71
Marketcap³: 11,71
EnterpriseValue³: 11,99
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 22,2%

Transparenzlevel:
m:access

Marktsegment:
Freiverkehr

Rechnungslegung:
HGB

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
ODDO BHF

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 24

Unternehmensprofil

Branche: IT-Beratung- und -Services

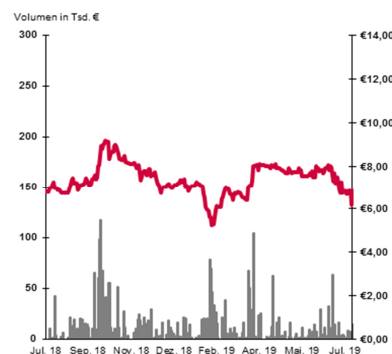
Fokus: IT-Asset Management in den Bereichen Hard- und Software Asset Management, Informations- und IT-Sicherheit, Cloud & Future Datacenter sowie Digital Workplace

Mitarbeiter: 199 (Stand: Juli 2019)

Gründung/Firmensitz: 1983/Leipzig

Börsenlisting: seit 2000

Vorstand: Dipl.-Ing. Dipl.-Oec. Martin A. Schaletzky (CEO)



Die Softline AG fungiert als Mutterunternehmen der Gruppe und ist für die Koordination der internationalen Gesellschaften in Deutschland, den Niederlanden, Belgien, Frankreich und Großbritannien verantwortlich.

Seit der Neuausrichtung im Jahr 2010 fokussiert sich die Aktiengesellschaft auf den Ausbau des IT-Consulting- und Service-Geschäfts der Softline Gruppe, schwerpunktmäßig in den Bereichen Software Asset Management (SAM), Informations- und IT-Sicherheit, Cloud & Future Datacenter sowie Digital Workplace, mit dem Ziel Compliance, Kontrolle und Kosteneinsparungen für die Kunden zu generieren. Zum Konzern gehören die deutschen Tochterunternehmen Softline Solutions GmbH, welche mit Büros in Leipzig und Wolfsburg vertreten ist, sowie die Softline Services GmbH und XPERTLINK GmbH mit Sitz in München. Innerhalb Europas ist der Konzern über die Tochtergesellschaften Softline Solutions B.V. in den Niederlanden und in Belgien mit der Softline Solutions N.V. vertreten; darüber hinaus in Frankreich durch die Softline Solutions France und in Großbritannien über die Softline Solutions Ltd. Die IT-Gesellschaft zeichnet besonders aus, dass sie im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit unabhängig von Herstellern und Large Account Resellern agiert. Zudem verfügt der IT-Spezialist über einen Erfahrungsschatz aus mehr als 2.000 umgesetzten Projekten.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	26,02	27,55	33,13	37,80
EBITDA	0,81	1,11	1,88	2,55
EBIT	0,63	0,91	1,65	2,30
Jahresüberschuss	0,49	0,76	1,41	1,94

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,28	0,44	0,82	1,13
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,46	0,44	0,36	0,32
EV/EBITDA	14,81	10,80	6,38	4,70
EV/EBIT	19,04	13,18	7,27	5,21
KGV	23,91	15,41	8,31	6,04
KBV	13,36			

Finanztermine

August 2019: 6-Monatsbericht GJ 2019

Nov. 2019: 9-Monatsbericht GJ 2019

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

14.05.2019: RS / 12,90 / KAUFEN

24.09.2018: RS / 12,90 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 hat die Softline-Gruppe ihre Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um rund 8,0% auf 26,02 Mio. € (VJ: 24,10 Mio. €) deutlich gesteigert und hat damit den Wachstumstrend der Vergangenheit erneut bestätigt. Der Anstieg der Umsatzerlöse resultierte hierbei insbesondere aus dem Geschäftsbereich Consulting, welcher im Vergleich zum Vorjahr einen Zuwachs von 9,9% auf 12,86 Mio. € (VJ: 11,70 Mio. €) erzielt hat. Darüber hinaus konnte zum Ende des Geschäftsjahres 2018 der Auftragsbestand im Vergleich zum Vorjahr um 49,3% auf 23,3 Mio. € (VJ: 15,60 Mio. €) massiv gesteigert werden.
- Die positive Umsatzentwicklung der vergangenen Geschäftsperiode hat sich auch in der operativen Ergebnisentwicklung widergespiegelt. So konnte mit 0,81 Mio. € ein operatives Ergebnis (EBITDA) auf nahezu Vorjahresniveau erreicht werden. Das Betriebsergebnis sowie der Umsatz lagen damit im Rahmen der angepassten Umsatz- und Ergebnis-Guidance des Unternehmens. Laut Unternehmensangaben haben Investitionen in den Personalstamm und in die zukünftige Geschäftsentwicklung sowie ergebnisbelastende Einmaleffekte (Grippewelle, kundenbedingte Projektverzögerungen) einer besseren Ergebnisentwicklung entgegengewirkt.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr konnte Softline erneut von der besonders starken Marktstellung im Heimatmarkt Deutschland, von vergangenen Investitionen in den Mitarbeiterstamm, der Fokussierung auf Kernportfoliothemen sowie von der erfolgreichen Zusammenarbeit mit bestehenden Partnerunternehmen profitieren.
- Die Softline-Gruppe strebt auch im laufenden Geschäftsjahr die Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses durch den Ausbau der Geschäftsaktivitäten in der DACH-Region sowie in Nord-, Ost- und Südeuropa mit der Fokussierung auf ihre Kernportfoliothemen an. Daher rechnet der IT-Konzern für das aktuelle Geschäftsjahr mit einem erneuten Umsatzanstieg auf ca. 27,0 bis 29,0 Mio. €. Hierbei soll ein Betriebsergebnis (EBITDA) zwischen 1,10 bis 1,30 Mio. € erzielt werden.
- Vor dem Hintergrund der starken Marktpositionierung in der DACH-Region, dem hohen Auftragsbestand sowie der Forcierung der Internationalisierung, erwarten wir für den Softline-Konzern in den kommenden Jahren eine dynamische Geschäftsentwicklung. Hierbei sollten bedingt durch erwartete einsetzende Skaleneffekte das operative Ergebnis überproportional gesteigert werden können. Entsprechend kalkulieren wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 27,55 Mio. € sowie einem EBITDA in Höhe 1,11 Mio. €. Für die darauffolgenden Geschäftsjahre 2019 und 2020 erwarten wir Umsatzerlöse (EBITDAs) in Höhe von 33,13 Mio. € (1,88 Mio. €) bzw. 37,80 Mio. € (2,55 Mio. €). Basierend auf der aktuellen Unternehmensprognose und der bisherigen Unternehmensentwicklung haben wir unsere bisherigen Schätzungen angepasst.
- **Auf Basis unserer Schätzungen für die zukünftige Unternehmensentwicklung haben wir die Softline-Gruppe mithilfe unseres DCF-Modells bewertet und hierbei einen fairen Wert von 13,30 € je Aktie (zuvor: 12,90 € je Aktie) ermittelt. Unsere Kurszielerhöhung resultiert hauptsächlich aus dem eingesetzten „Roll-Over-Effekt“ (Kurszielbasis nun bezogen auf das darauffolgende Geschäftsjahr 2020). Auf Basis des aktuellen Kursniveaus ergibt sich weiterhin das Rating KAUFEN. Durch den weiteren Ausbau der Marktanteile in den Kernportfoliobereichen im Heimatmarkt und der Forcierung der Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten, sollte in den kommenden Jahren der profitable Wachstumskurs weiter fortgesetzt werden können.**

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Unternehmensprofil.....	4
Aktionärsstruktur	4
Regionale Geschäftstätigkeit	4
Organisationsstruktur.....	5
Bedeutende Partnerschaften	5
Geschäftssegmente	6
Markt und Marktumfeld	7
Wachstumsmarkt Software Asset Management.....	8
Unternehmensentwicklung & Prognose.....	9
Kennzahlen im Überblick (Konzern).....	9
Geschäftsentwicklung 2018	10
Umsatzentwicklung	10
Ergebnisentwicklung	11
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	14
Geschäftsentwicklung 1. Quartal 2019	15
SWOT-Analyse	16
Prognosen und Modellannahmen	17
Umsatzprognosen	17
Ergebnisprognosen	19
Bewertung	21
Modellannahmen	21
Bestimmung der Kapitalkosten	21
Bewertungsergebnis	21
DCF-Modell.....	22
Anhang	23

UNTERNEHMEN

Unternehmensprofil

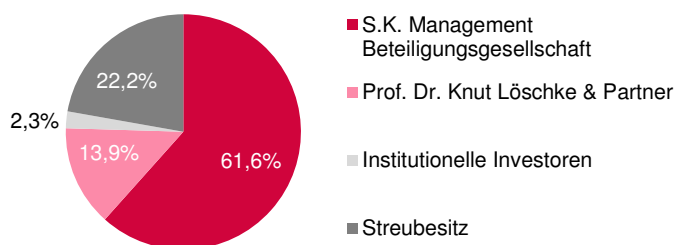
Die Softline Gruppe ist ein europaweit tätiges, nachhaltig wachsendes IT-Beratungsunternehmen mit Fokus auf Software Asset Management (SAM), Informations- und IT-Sicherheit, Digital Workplace sowie Cloud & Future Datacenter. Hierbei verfolgt sie ein Ziel – Compliance, Kontrolle und Kosteneinsparungen für die IT ihrer Kunden zu schaffen. Die Gruppe besteht aus der Softline AG, die als Holding fungiert, und ihren Tochtergesellschaften Softline Solutions GmbH, Softline Services GmbH, Softline Solutions Netherlands BV, Softline Solutions NV, Softline Solutions Frankreich sowie Softline Solutions Ltd., mit Standorten in Deutschland (Leipzig, München und Wolfsburg), den Niederlanden (Nieuwegein), Frankreich (Paris), Belgien (Antwerpen) und dem Vereinigten Königreich (London).

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in % (Stand: Juli 2019)

S.K. Management Beteiligungsgesellschaft	61,6%
Prof. Dr. Knut Löschke & Partner	13,9%
Institutionelle Investoren	2,3%
Streubesitz	22,2%

Quelle: Softline (basierend auf HV-Präsenz 2019)



Regionale Geschäftstätigkeit

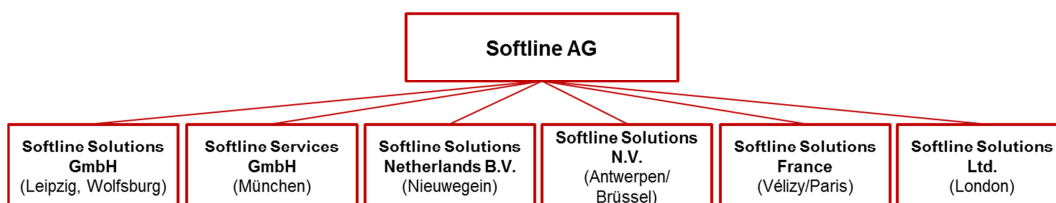
SOFTLINE GRUPPE INTERNATIONALE PRÄSENZ



Quelle: Softline AG

Organisationsstruktur

Die Softline AG stellt die strategische Management- und Finanzholding der Softline-Gruppe dar und übt hierbei zentrale Leitungsfunktionen aus und stellt gemeinsam genutzte Services in verschiedenen Bereichen, wie z.B. Finanzen, Investor Relations oder Human Resources der Gruppe zur Verfügung. Die Muttergesellschaft (Holding) fokussiert sich hauptsächlich auf die Strategie, Public Relations, Verwaltung und Controlling der Beteiligungen. Darüber hinaus verantwortet sie die gesamte Entwicklung der Unternehmensgruppe. Das operative Geschäft wird durch die verschiedenen Tochtergesellschaften in den jeweiligen Fokus-Regionen durchgeführt.



Quelle: Softline AG

Bedeutende Partnerschaften

A. (Software-)Herstellerpartnerschaften (Segment: Consulting/SAM)

Im Rahmen der Zusammenarbeit übernimmt die Softline-Gruppe den Vertrieb und die Implementierung von branchenführenden SAM-Softwarelösungen von Spezialsoftwarehäusern wie bspw. Flexera Software, Snow Software oder ServiceNow

B. (Hardware-)Herstellerpartnerschaften (Segment: Managed Services)

Im Rahmen der Kooperation verantwortet die Softline AG z.B. den Vor-Ort-Service (Installation, Wartung, IT-Support etc.) für verschiedene Hardware-Anbieter, wie z.B. Dell, Fujitsu oder T-Systems.

C. Dienstleistungspartnerschaften (Segment: Consulting/SAM)

Zur Stärkung des internationalen Wachstums und zur Erhöhung der Markenpräsenz außerhalb Deutschlands ist Softline auch Dienstleistungspartnerschaften mit IT-Unternehmen eingegangen. Eine Kooperation besteht bspw. mit IPR-Insights, Ungarn.

Ausgewählte Kunden und Partnerschaften der Softline-Gruppe



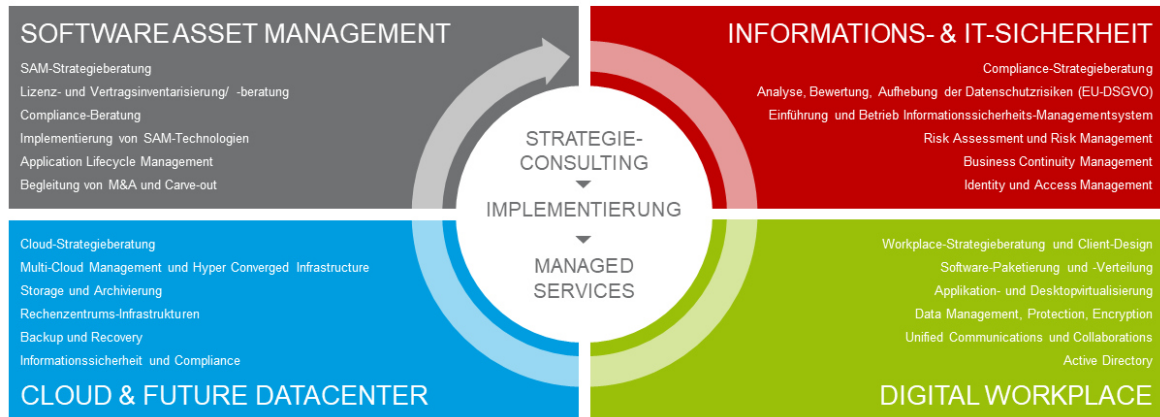
Quelle: Softline AG (Geschäftsbericht 2018)

Geschäftssegmente

Die Geschäftsaktivitäten der Softline-Gruppe lassen sich in die Bereiche Software Asset Management (SAM), IT-Sicherheit, Virtualisierung (Cloud-Business) und Infrastruktur Management einteilen. Die nachfolgende Grafik gibt einen Überblick über das Leistungsangebot des Unternehmens.

DAS PORTFOLIO DER SOFTLINE

»ACHIEVING COMPLIANCE, CONTROL & COST SAVINGS FOR YOUR IT.«

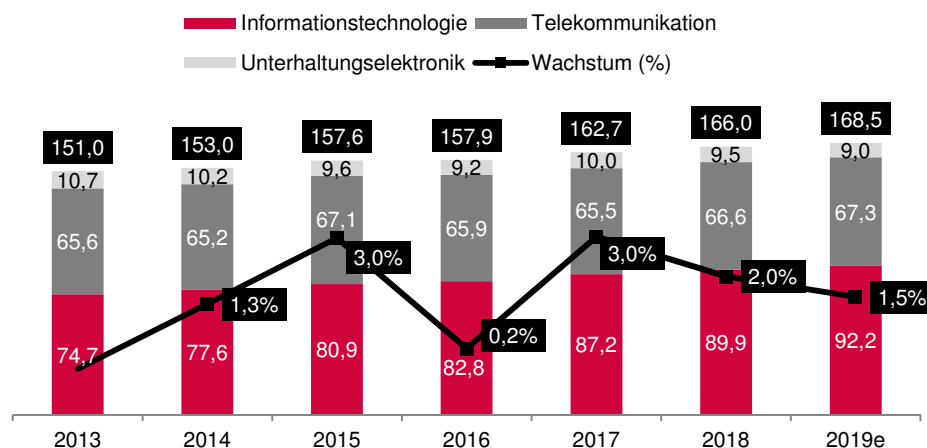


Quelle: Softline AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Die Softline AG ist als IT-Beratungs- und IT-Servicegesellschaft im Informationstechnologiesektor (IT-Sektor) aktiv. Hierbei liegt der Geschäftsschwerpunkt insbesondere in Deutschland sowie in angrenzenden Nachbarländern.

Umsatz im ITK-Markt in Deutschland (in Mrd. €)

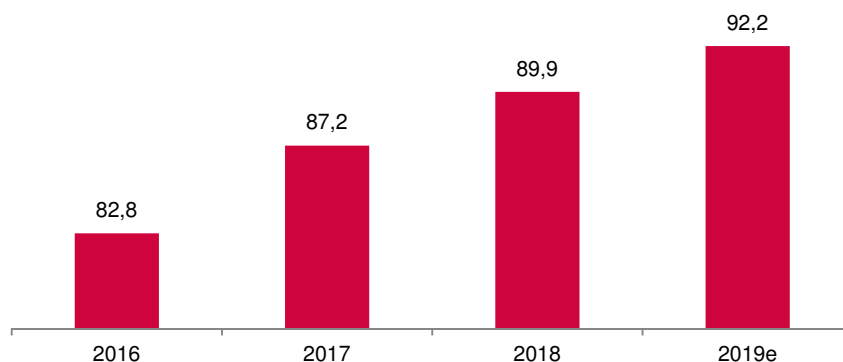


Quelle: Statista; GBC AG

Der deutsche Markt für Informationstechnologie und Telekommunikation (ITK) inklusive dem Bereich der Unterhaltungselektronik entwickelte sich im vergangenen Jahr 2018, wie schon in den Vorjahren, sehr positiv und konnte laut dem Branchenverband Bitkom eine Zunahme um 2,0% auf 166,0 Mrd. € (VJ: 162,7 Mrd. €) verzeichnen. Laut den Studienexperten laufen die Geschäfte von Software-Häusern und IT-Dienstleistern in Deutschland damit besonders gut und die IT sei weiterhin der wichtigste Wachstumstreiber und zugleich der größte Teilmarkt der (ITK-)Branche.

Im vergangenen Jahr konnten laut Bitkom die Umsätze im deutschen IT-Markt um 3,1% auf 89,9 Mrd. € (VJ: 87,2 Mrd. €) zulegen. Für das laufende Jahr 2019 rechnen die Branchenexperten mit einem weiteren Anstieg um 2,5% auf 92,2 Mrd. €. Hierbei sollen sich vor allem die Teilbereiche IT-Services (erwarteter Zuwachs in 2019: +2,3%) und Software (erwarteter Zuwachs in 2019: 6,3%) als stärkste Wachstumstreiber erweisen.

Umsätze im deutschen IT-Markt* (in Mrd. €)



Quelle: bitkom; GBC AG

*beinhaltet: IT-Services, IT-Hardware, Software

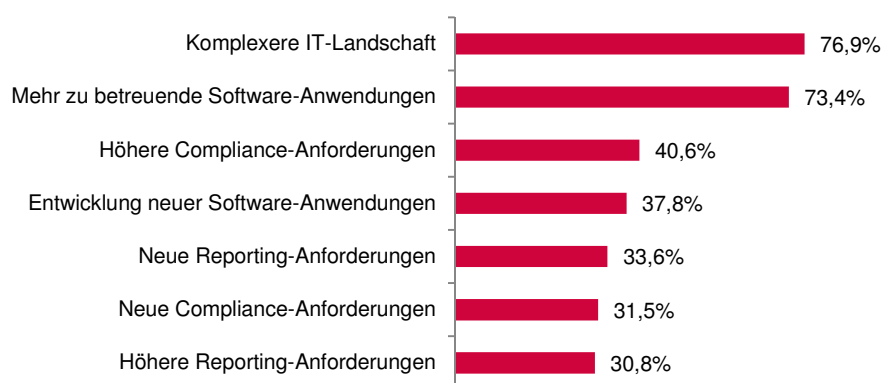
Auch für die gesamte ITK-Branche erwartet Bitkom für die laufende Periode 2019 eine Fortsetzung des positiven Trends und rechnet mit einem weiteren Anstieg der Umsätze mit ITK-Produkten und - Diensten um 1,5% auf 168,5 Mrd. €.

Die ansteigenden IT-Umsätze spiegeln hierbei auch die zunehmende Digitalisierung der deutschen Wirtschaft wider. Von diesem positiven Trend sollte Softline in den kommenden Jahren zunehmend profitieren. Da sich eine Vielzahl von Unternehmen und Organisationen in der digitalen Transformation befinden und hierbei bspw. bestehende IT-Systeme modernisieren und ausbauen oder interne Geschäftsprozesse anpassen, welche zudem an Komplexität zunehmen. Dies führt zu einer verstärkten Nachfrage nach IT-Spezialisten und IT-Dienstleistern, wie bspw. der Softline, da Unternehmen oftmals aufgrund der nicht vorhandenen speziellen IT-Expertise auf die Unterstützung von externen IT-Gesellschaften angewiesen sind.

Durch die voranschreitende Digitalisierung der deutschen Wirtschaft steigt auch die Bedeutung des Software Assets Managements (SAM).

Wachstumsmarkt Software Asset Management

Ursachen für den Anstieg der Arbeitsbelastung in IT-Abteilungen



Quelle: Automic (2017); GBC AG

Der ursprüngliche Einsatz von SAM-Lösungen diente vorrangig der Identifikation der Fehl- oder Falschlizenzierung und damit der Sicherstellung der notwendigen Compliance im Hinblick auf mögliche Softwarelizenz-Audits. Durch die Gewährleistung der Compliance, können Kompensationszahlungen an Softwarehersteller aufgrund von "Lizenzlücken" vermieden und damit IT-Kosten gesenkt werden. Mittlerweile wird SAM jedoch auch als ein zentrales IT-Werkzeug für die digitale Transformation von Unternehmen und Organisationen angesehen. Mit dem Einsatz von Software Asset Management sollen entsprechend Prozesse automatisiert, die Sicherheit und Compliance gewährleistet, laufende Kosten optimiert und Ressourcen effektiver genutzt werden können.

Die digitale Transformation von Unternehmen und Organisationen ist für viele IT-Abteilungen verbunden mit einer Vielzahl von Herausforderungen, für die umfassende SAM-Lösungen notwendig sind. In einer vom Softwareunternehmen Automic (2017) durchgeführten Studie zum Arbeitsaufkommen in der IT, wurde die komplexere IT-Landschaft (77,0%) und die zunehmende Anzahl an zu betreuenden Software-Anwendungen (73,0%) als Hauptgründe für den Anstieg der Arbeitsbelastung in den IT-Abteilungen genannt. Auch die höheren Compliance- oder Reporting-Anforderungen finden sich unter den am häufigsten genannten Ursachen für die Mehrarbeit.

Für SAM-Spezialisten wie Softline, die einen Großteil ihrer Umsatzerlöse in diesem Segment erwirtschaften, ist die fortschreitende Digitalisierung und die hiermit verbundenen ansteigenden IT-Anforderungen ein wichtiger Treiber für die zukünftige Marktentwicklung und damit auch für die eigene Geschäftsentwicklung.

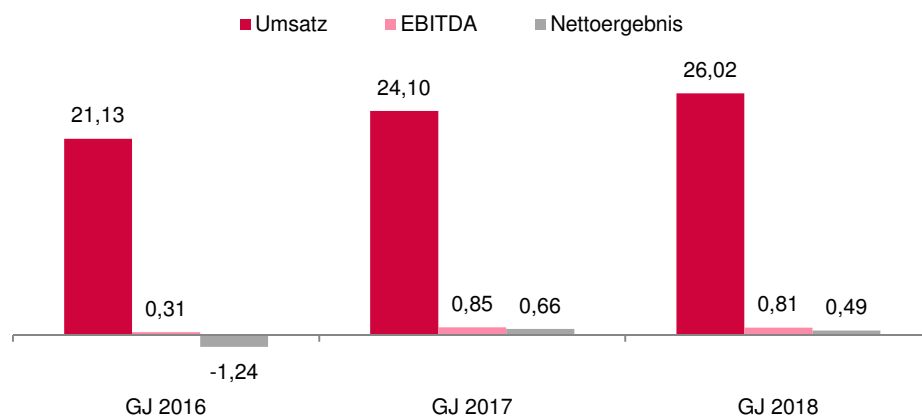
UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick (Konzern)

in Mio. EUR	GJ 2016*	GJ 2017*	GJ 2018*
Umsatzerlöse	21,13	24,10	26,02
Bestandsveränderung	0,03	-0,04	0,13
Sonstige betriebliche Erträge	0,16	0,17	0,26
Materialaufwand	-9,53	-9,67	-10,74
Rohertrag	11,79	14,56	15,68
Personalaufwand	-8,75	-10,14	-11,11
Abschreibungen	-1,28	-0,11	-0,18
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,73	-3,57	-3,76
EBIT	-0,97	0,74	0,63
Finanzergebnis	-0,26	-0,11	-0,14
EBT	-1,23	0,63	0,49
Steuern	0,00	0,04	0,00
Nettoergebnis	-1,24	0,66	0,49
EBITDA	0,31	0,85	0,81
Ergebnis je Aktie	k.A.	0,39	0,28
Aktienanzahl in Mio. Stück	10,29	1,71	1,71
Liquide Mittel	1,27	0,98	1,22
Eigenkapital (EK-Quote)	k.A.	0,39 (5,9%)	0,88 (11,7%)

Quelle: Softline AG; GBC AG *gerundete Werte

Ausgewählte Kennzahlen (in Mio. €)



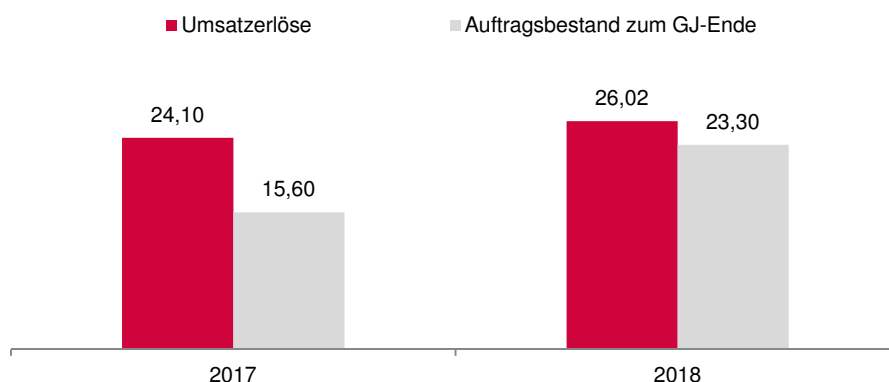
Quelle: GBC AG

Geschäftsentwicklung 2018

Umsatzentwicklung

Die Softline AG hat den in der Vergangenheit eingeschlagenen Wachstumskurs auch im Geschäftsjahr 2018 fortgesetzt und hierbei insbesondere seine Position als herstellerunabhängiger Marktführer im Bereich IT-Asset Management in Deutschland weiter ausgebaut.

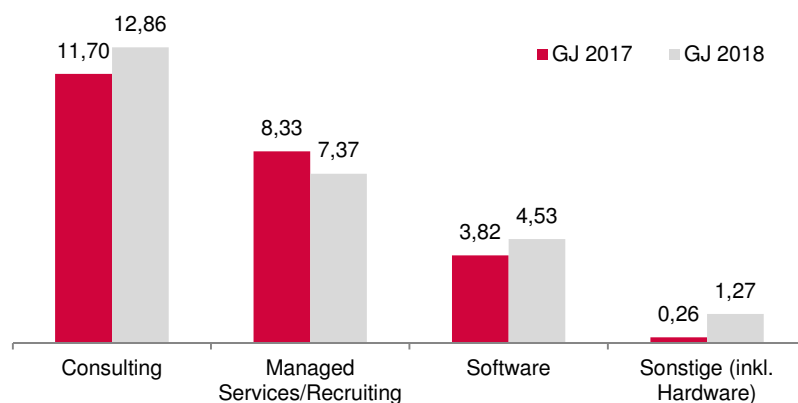
Entwicklung der Umsatzerlöse sowie des Auftragsbestands (in Mio. €)



Quelle: Softline AG

So hat die Softline-Gruppe im vergangenen Geschäftsjahr ihre Konzernumsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr um 7,9% auf 26,02 Mio. € (VJ: 24,10 Mio. €) gesteigert und damit unsere Umsatzprognose nahezu erreicht. Vor allem in den Geschäftsbereichen Software Asset Management und IT-Consulting, mit den Fokusthemen Informations- und IT-Sicherheit, Digital Workplace sowie Cloud und Future Datacenter wirkte sich der zunehmende Bedarf an IT-Beratungsleistungen und ganzheitlichen IT-Dienstleistungen positiv auf den Umsatzanstieg aus. Wie schon in der Vergangenheit wurde mit rund 69,0% (VJ: ca. 66,0%) der überwiegende Teil der Konzernumsatzerlöse in Deutschland erwirtschaftet.

Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: Softline AG; GBC AG

So konnte der Consulting-Geschäftsbereich seinen Segmentumsatz im Vergleich zum Vorjahr um 9,9% auf 12,86 Mio. € (VJ: 11,70 Mio. €) steigern. Hauptsächlich hierfür war eine positive Geschäftsentwicklung im Bereich bzw. Teilsegment Software Asset Management-Beratung (SAM-Consulting).

Einen ebenso positiven Umsatzverlauf konnte das Segment Software verzeichnen. In diesem Geschäftsbereich sind die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 18,5% auf 4,53 Mio. € angestiegen (VJ: 3,82 Mio. €). Hauptsächlich hierfür war die Ausweitung der Lizenzumsatzerlöse in der Geschäftsregion Benelux und Deutschland.

Entgegengesetzt entwickelte sich hingegen das Segment Managed Service/Recruiting mit einem Umsatzrückgang im Vergleich zum Vorjahr um 11,5% auf 7,37 Mio. € (VJ: 8,33 Mio. €). Diese Entwicklung war insbesondere durch den rückläufigen Umsatz des Teilsegments „Managed Field Services“ bedingt, welcher jedoch vom Management in dieser Form erwartet wurde. Entgegengesetzt wirkte hingegen der deutliche Umsatzanstieg des Teilsegments Recruiting.

Daneben haben sich der Ausbau und die intensive Pflege der bestehenden Partnerschaften sowie der Eintritt in neue Partnerschaften mit Technologieführern und ausgewählten IT-Spezialisten positiv auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt.

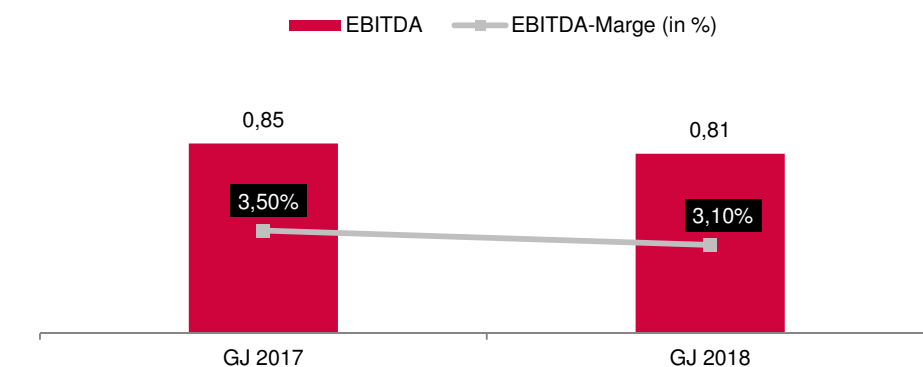
Zudem hat die IT-Gesellschaft auch erneut von ihrem guten Kundenzugang und Geschäftsbeziehung zu einigen Großkunden, wie z.B. einem großen Autobauer in Norddeutschland, profitiert, die regelmäßig für einen Großteil der Umsatzerlöse stehen und sich damit wiederholt als „verlässliche Umsatzlieferanten“ erwiesen haben.

Neben der signifikanten Ausweitung der Konzernumsatzerlöse konnte Softline ebenso ihren Auftragsbestand zum 31.12.2018 um 49,3% auf 23,3 Mio. € (VJ: 15,60 Mio. €) deutlich ausweiten und damit eine sehr gute Ausgangsbasis für die zukünftige Geschäftsentwicklung schaffen.

Insgesamt kann konstatiert werden, dass die Umsatzentwicklung der Softline im Geschäftsjahr 2018 aufgrund des deutlichen Umsatzwachstums zufriedenstellend war. Hierbei hat sich für die IT-Gesellschaft erneut die besonders starke Marktstellung im Heimatmarkt Deutschland ausgezahlt. Daneben konnte die IT-Beratungsgesellschaft von den vergangenen Investitionen in den Mitarbeiterstamm, der Fokussierung auf Kernportfoliothemen sowie der erfolgreichen Zusammenarbeit mit bestehenden Partnerunternehmen profitieren.

Ergebnisentwicklung

Entwicklung des EBITDA (in Mio. €)

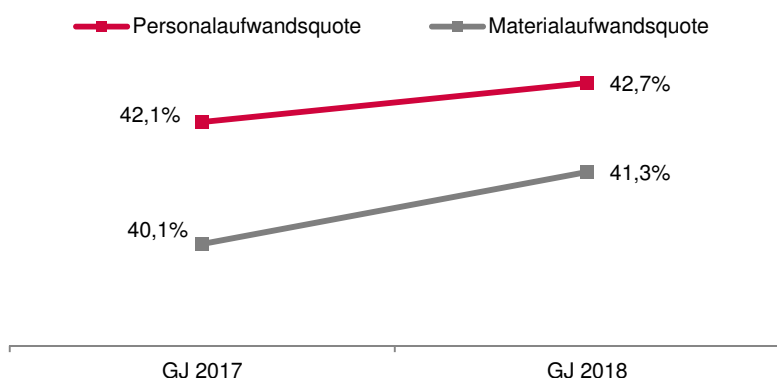


Quelle: Softline AG

Die positive Umsatzentwicklung des Softline-Konzerns spiegelt sich auch in der Ergebnisentwicklung wider. So konnte mit 0,81 Mio. € ein operatives Ergebnis (EBITDA) auf nahezu Vorjahresniveau (VJ: 0,85 Mio. €) erreicht werden. Das Betriebsergebnis sowie der Konzernumsatz lagen damit im Rahmen der angepassten Umsatz- und Ergebnis-Guidance des Unternehmens. Vor dem Hintergrund der von Softline nach unten angepassten Ergebnisprognose, wurden auch unsere Ergebnisprognosen nicht erreicht.

Erwartungsgemäß sind parallel zur Geschäftsentwicklung auch die operativen Kosten angestiegen, wobei bei Softline traditionell die Personal- und Materialaufwendungen die bedeutendsten Kostenpositionen darstellen.

Entwicklung bedeutender Kostenpositionen (in %)



Quelle: Berechnung GBC AG

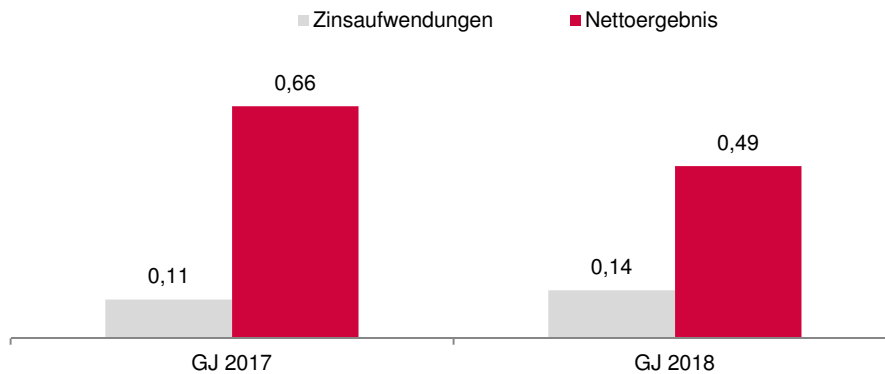
Die Materialaufwendungen sind im Vergleich zum Vorjahr deutlich um 11,1% auf 10,74 Mio. € (VJ: 9,67 Mio. €) angestiegen und damit überproportional zur Umsatzentwicklung. Damit hat sich die Materialaufwandsquote im Vergleich zum Vorjahr auf 41,3% (VJ: 40,1%) erhöht. Entsprechend lag die Rohertragsmarge im vergangenen Geschäftsjahr mit 58,7% unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 59,9%).

Bedingt durch das deutliche Umsatzwachstum sind ebenso die Personalkosten um 9,6% auf 11,11 Mio. € (VJ: 10,14 Mio. €) angewachsen und damit leicht überproportional zur Geschäftsentwicklung. Folglich ist die Personalaufwandsquote leicht auf 42,7% (VJ: 42,1%) angestiegen.

Aufgrund des eingeschlagenen Wachstumskurses und des wissensbasierten sowie personalintensiven Geschäftsmodells, wurde im vergangenen Geschäftsjahr auch in neue Mitarbeiter im Bereich Consulting und Vertrieb sowie in die intensive Weiterbildung/Schulung der Mitarbeiter investiert. Dies hat auch zu einem moderaten Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen auf 3,76 Mio. € (VJ: 3,57 Mio. €) geführt.

Unter Berücksichtigung der im Vergleich zum Vorjahr nahezu unveränderten Zinsaufwendungen bzw. Finanzergebnisses führte dies zu einem Nettoergebnis in Höhe von 0,49 Mio. € und damit zu einem Konzernergebnis unterhalb des Vorjahresniveaus (0,66 Mio. €). Hierbei ist anzumerken, dass Investitionen in den Personalstamm und in die zukünftige Geschäftsentwicklung sowie ergebnisbelastende Einmaleffekte (Grippewelle, kundenbedingte Projektverzögerungen) einer besseren Ergebnisentwicklung entgegenwirkten.

Entwicklung des Nettoergebnisses und der Zinslast (in Mio. €)



Quelle: Softline AG

Laut Unternehmensangaben hat auf regionaler Ebene insbesondere die inländische Tochtergesellschaft Softline Solutions GmbH (Leipzig) in der vergangenen Geschäftsperiode maßgeblich zum Konzernumsatz und zum Konzernergebnis beigetragen. Hingegen haben insbesondere die ausländischen Tochtergesellschaften im abgelaufenen Geschäftsjahr 2018 eine rückläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung verzeichnet und damit einer besseren Konzernperformance entgegengewirkt.

Vor diesem Hintergrund hat das Management in einzelnen Ländergesellschaften und Geschäftsbereichen Optimierungsbedarfe identifiziert und entsprechende Optimierungsmaßnahmen auf den Weg gebracht.

Insgesamt ist zu konstatieren, dass es Softline gelungen ist, trotz hoher Investitionen und ergebnisbelastender Einmaleffekte ein operatives Ergebnis auf nahezu Vorjahresniveau zu erzielen. Darüber hinaus hat sich die Kerngeschäftsregion Deutschland erneut als verlässlicher „Umsatz- und Ergebnislieferant erwiesen“ und maßgeblich zur positiven Konzernperformance beigetragen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

Ausgewählte Kennzahlen in Mio. € / %	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	0,39	0,88
EK-Quote (in %)	5,9%	11,7%
Bankverbindlichkeiten	0,01	0,00
Liquide Mittel	0,98	1,22
Nettoverschuldung (bei neg. Vorzeichen Nettofinanzvermögen)	-0,97	-1,22
Net Working Capital	1,10	2,16
Working Capital-Quote	4,56%	8,29%

Quelle: Softline AG; GBC AG

Die positive Geschäftsentwicklung schlug sich ebenso in der Bilanz des vergangenen Geschäftsjahres nieder. So hat sich durch das positive Konzernergebnis das Eigenkapital zum 31.12.2018 im Vergleich zum Vorjahr um 0,49 Mio. € auf 0,88 Mio. € (VJ: 0,39 Mio. €) deutlich verbessert. Hierdurch konnte gleichzeitig die Eigenkapitalquote zum Bilanzstichtag im Vergleich zum Vorjahr auf 11,7% (VJ: 5,9%) signifikant gesteigert werden.

Aufgrund des deutlich positiven Nettoergebnisses und der Innenfinanzierungskraft, die es ermöglicht haben, notwendige Investitionen selbst zu finanzieren, sind die liquiden Mittel zum 31.12.2018 im Vergleich zum Vorjahr ebenso um 0,24 Mio. € auf 1,22 Mio. € (VJ: 0,98 Mio. €) angestiegen.

Darüber hinaus konnte der Softline-Konzern zum Ende des Geschäftsjahres 2018 seine Bankverbindlichkeiten vollständig zurückführen und verfügt damit zum 31.12.2018 über keinerlei Darlehensverbindlichkeiten.

Daneben ist das Net Working Capital zum 31.12.2018 im Vergleich zum Vorjahr um 1,06 Mio. € auf 2,16 Mio. € (VJ: 1,10 Mio. €) angewachsen. Zudem erhöhte sich die Working Capital-Quote zum Bilanzstichtag im Vergleich zum Vorjahr deutlich auf 8,29% (VJ: 4,56%).

Geschäftsentwicklung 1. Quartal 2019

GuV (in Mio. €)	Q1 2018	Delta % / Mio.	Q1 2019
Umsatzerlöse	7,10	-7,1%	6,50
EBITDA	0,10	-0,25	-0,15

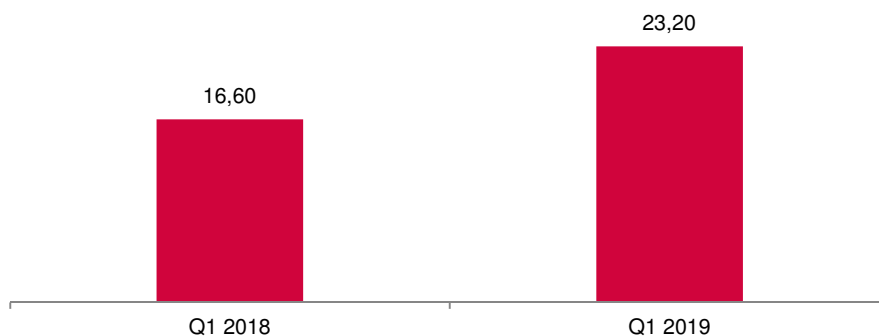
Quelle: Softline AG

Die Softline-Gruppe hat in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2019 Umsatzerlöse in Höhe von 6,50 Mio. € erwirtschaftet, was im Vergleich zum Vorjahr einem Rückgang von 7,1% entspricht. Diese Entwicklung wurde seitens des Managements erwartet. Hauptsächlich hierfür war die Entwicklung im Bereich Management Field Services, in dem die Umsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahr bedingt durch Einmaleffekte um 28,0% zurückgingen.

Des Weiteren konnte der Softline-Konzern laut eigener Aussage in den Kernportfolio-Bereichen seine Position stärken und Marktpotenziale ausbauen. Diese positive Entwicklung soll sich im laufenden Geschäftsjahr im Umsatz und dem Ergebnis der Softline-Gruppe widerspiegeln.

Unterstützt wird dieser positive Unternehmensausblick durch die erfreuliche Entwicklung beim Auftragsbestand. Die IT-Beratungsgesellschaft konnte ihren Auftragsbestand in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres im Vergleich zum Vorjahresquartal um 39,8% auf 23,2 Mio. € (VJ: 16,60 Mio. €) deutlich ausbauen. In Anbetracht der starken Auftragszuwächse und der gut gefüllten Auftragspipeline verfügt die Softline somit über eine gute Basis, um den eingeschlagenen Wachstumskurs fortzusetzen.

Auftragsbestand zum Quartalsende (in Mio. €)



Quelle: Softline AG

Aufgrund von notwendigen Wachstumsinvestitionen musste Softline im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres im Vergleich zum Vorjahresquartal einen Betriebsergebnisrückgang um 0,25 Mio. € auf -0,15 Mio. € (VJ: 0,10 Mio. €) hinnehmen. Laut Unternehmensangaben resultiert diese Entwicklung überwiegend aus Investitionen in neue Mitarbeiter. Insbesondere in den Bereichen IT-Service Management und Informations- und IT-Sicherheit sieht das Management der Softline in den nächsten Monaten und auch darüber hinaus einen sehr großen Beratungsbedarf und hat entsprechend in neue Mitarbeiter und deren Aus- und Weiterbildung investiert. So ist die Anzahl der Konzernmitarbeiter im Vergleich zum Vorjahr um 10,6% auf aktuell 199 Beschäftigte angestiegen.

Auf Basis der guten Auftragslage sowie der bisherigen Geschäftsentwicklung in den ersten Monaten des aktuellen Geschäftsjahres, hat das Management des IT-Konzerns ihre Unternehmens-Guidance für das Geschäftsjahr 2019 bestätigt. Entsprechend rechnet der Vorstand weiterhin mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von ca. 27,0 Mio. € bis 29,0 Mio. € sowie einem EBITDA von ca. 1,10 Mio. € bis 1,30 Mio. €

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> Die Softline-Gruppe verfügt über eine führende Marktposition im Bereich Software Asset Management und ist herstellerunabhängiger Marktführer auf dem Gebiet IT-Asset Management. Das Unternehmen kann auf einen Erfahrungsschatz von mehr als 2.000 IT-Projekten zurückgreifen, welcher in Best-Practise-Ansätze überführt wurde und wovon auch die Kunden entsprechend profitieren können. Die relativ schlanke Kostenstruktur ermöglicht die Erzielung von Skaleneffekten. Die IT-Gesellschaft verfügt über einen ausgewogenen Kundenstamm, somit besteht kein sogenanntes Klumpenrisiko. 	<ul style="list-style-type: none"> Es besteht eine hohe Abhängigkeit von einzelnen Führungsmitarbeitern. Die Fortsetzung des Unternehmenswachstums ist sehr stark Abhängig von der Mitarbeitergewinnung im Bereich Beratung (Consultants) und Vertrieb. Das Geschäftsmodell der Softline erfordert eine permanente Weiterbildung/Schulung der Mitarbeiter, was zu entsprechend hohen laufenden Kosten führt. Die Konzernperformance ist noch sehr abhängig von der Geschäftsentwicklung verschiedener ausländischer Tochtergesellschaften.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> Im Kerngeschäftsfeld SAM ist die Softline AG in einem wachstumsstarken Markt aktiv. Laut den Marktexperten von MRFR soll der globale SAM-Markt bis 2023 um durchschnittlich (CAGR) 14,2% pro Jahr zulegen. Cross-Selling-Potenziale zwischen den verschiedenen Kernportfoliobereichen. Zudem werden im IT-Sektor verstärkt umfassende Beratungsleistungen nachgefragt. Insgesamt gute Positionierung der IT-Gesellschaft, um von den vorherrschenden Markttrends im IT-Sektor, wie IT-Security, Cloud-Computing, Big Data und IT-Outsourcing profitieren zu können. SAM wird als ein kritischer Faktor zur Umsetzung von Digitalisierungsstrategien und zur Kostensenkung sowie zur Steigerung der IT-Effizienz in Unternehmen angesehen. 	<ul style="list-style-type: none"> Es besteht eine Abhängigkeit von den bei Kundenprojekten eingesetzten Software-Lösungen der Partnergesellschaften. Eine Eintrübung des Branchenumfelds könnte die Investitionsbereitschaft der Softline-Kunden negativ beeinflussen. Aufgrund einer unzureichenden Mitarbeitergewinnung, könnte das geplante Wachstum schwächer als erwartet ausfallen. Die IT-Branche ist allgemein durch eine starke Dynamik gekennzeichnet. Das von der Softline angebotene Kernportfolio könnte hierbei ein unerwartet schwächeres Umsatzwachstum erzielen oder das Branchenwachstum könnte in anderen Segmenten stattfinden, in denen die Softline-Gruppe nicht aktiv ist.

Prognosen und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e (neu)	GJ 2019e (alt)	GJ 2020e (neu)	GJ 2020e (alt)	GJ 2021
Umsatzerlöse	26,02	27,55	29,02	33,13	31,62	37,80
EBITDA (Marge)	0,81 (3,1%)	1,11 (4,0%)	1,60 (5,5%)	1,88 (5,7%)	2,06 (6,5%)	2,55 (6,7%)
EBIT (Marge)	0,63 (2,4%)	0,91 (3,3%)	1,43 (4,9%)	1,65 (5,0%)	1,87 (5,9%)	2,30 (6,1%)
Nettoergebnis (EAT)	0,49	0,76	1,25	1,41	1,61	1,94

Quelle: Softline AG; GBC AG

Umsatzprognosen

Der Softline-Konzern hat über die vergangenen Jahre ein dynamisches Umsatzwachstum verzeichnen können und hierbei insbesondere von seiner starken Marktposition in Deutschland und seiner sehr guten Positionierung im Bereich des IT Asset Management bzw. Software Asset Management profitieren können. Mit der strategischen Ausrichtung auf die Kernthemen „Software Asset Management“, „Informations- und IT-Sicherheit“, „Cloud und Future Datacenter“ sowie „Digital Workplace“ hat Softline bereits früh ihr Produktportfolio an Markttrends und Markterwartungen angepasst und hiermit auch ihre Marktposition ausbauen können.

Softline verfolgt weiterhin das Ziel, der marktführende und herstellerunabhängige Anbieter für IT-Assetmanagement und IT-Consulting in Europa zu werden und als das unabhängige Beratungs- und Dienstleistungsunternehmen für ihre Kunden deren IT-Assets (Software & Hardware) zu managen, zu kontrollieren, zu optimieren und zu schützen

Nach der Wachstumsserie der vergangenen Jahre strebt das Softline-Management auch für das laufende Geschäftsjahr 2019 weiteres Umsatzwachstum an und damit eine Fortführung der erfolgreichen Wachstumsstrategie. Entsprechend rechnet die Unternehmensführung für das aktuelle Geschäftsjahr mit einem Konzernumsatz in einer Bandbreite von ca. 27,0 bis 29,0 Mio. €. Hierbei soll ein Betriebsergebnis (EBITDA) zwischen 1,10 bis 1,30 Mio. € erzielt werden.

Vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Nachfrage nach IT-Beratungsleistungen und Services und der guten Marktpositionierung, insbesondere in der DACH-Region sowie dem hohen Auftragsbestand (Q1-2019: ca. 23,2 Mio. €), erwarten wir auch für das laufende Geschäftsjahr und die Folgejahre eine Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses. Hierbei sollte Softline insbesondere von seinem breiten Produkt- und Dienstleistungsportfolio profitieren können, welches auf wesentliche Markttrends des IT-Sektors ausgerichtet ist, da Unternehmen verstärkt umfassende IT-Lösungen nachfragen. Daneben sollten auch die eingegangenen Partnerschaften mit namhaften Software- und Hardwareherstellern (u.a. Flexera Software, Snow Software, ServiceNow, Nutanix, Nexus, PrimeKey und Fujitsu) auch weiterhin dabei helfen, neue IT-Projekte zu gewinnen bzw. Umsätze mit Bestandskunden auszubauen.

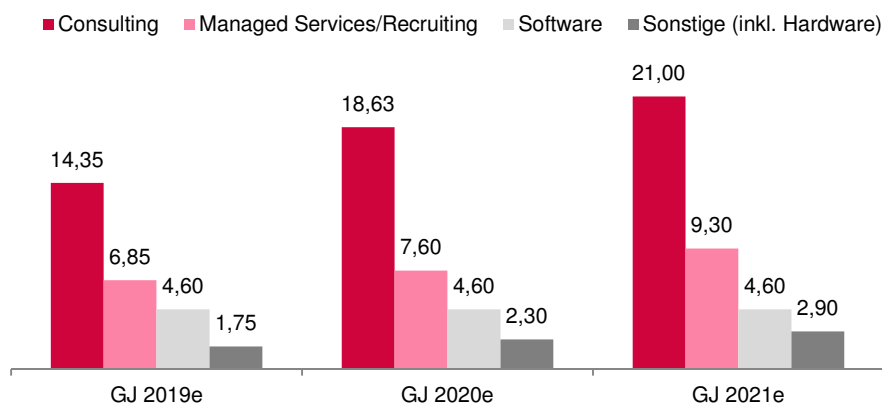
Daneben verfügt Softline über eine signifikante Anzahl an langjährigen Bestandskunden. Hierzu zählen bspw. Großkonzerne oder IT-Systemhäuser. Durch das breite und hochwertige Leistungsangebot im Bereich der IT-Beratung und –Services sollte es dem IT-Konzern gelingen auch, zukünftig ihre Umsätze mit den Bestandskunden zu festigen oder gar auszubauen.

Wir rechnen damit, dass auch zukünftige das (absolute) Unternehmenswachstum insbesondere aus der DACH-Region resultieren wird, da der IT-Konzern in dieser Region besonders stark positioniert ist und im Heimatmarkt bereits das gesamte Kernportfolio

vermarktet. Zudem ist Softline vor allem in Deutschland durch mehrere Standorte sehr präsent im Markt.

Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass die IT-Gesellschaft auch ihre internationale Expansion weiter vorantreiben und hierbei in einzelnen Absatzmärkten ausgewählte Kernportfolio-Elemente anbieten wird. Auf internationaler Ebene erwarten wir das stärkste Wachstum insbesondere in den Regionen Benelux und Großbritannien.

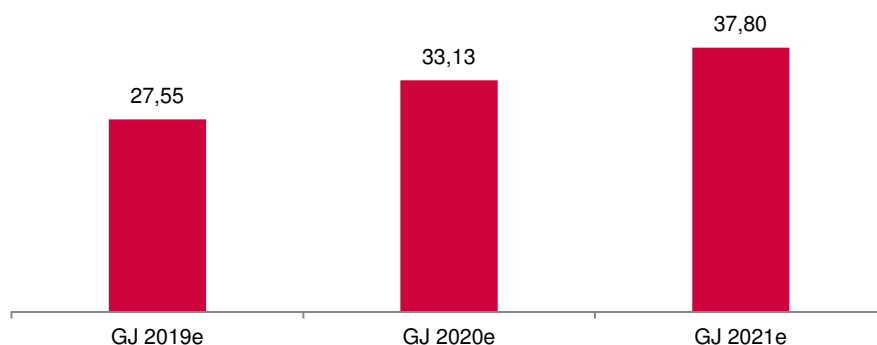
Erwartete Umsatzentwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Auf Kernportfolioebene erwarten wir, dass insbesondere die Bereiche IT-Asset Management (Software Asset Management), Informations- und IT-Sicherheit sowie Cloud & Future Datacenter die wesentlichen Wachstumstreiber in den kommenden Jahren bilden werden. Folglich sollten sich die Consulting-Umsätze der Softline zukünftig sehr dynamisch entwickeln. Daneben gehen wir davon aus, dass die Geschäftsbereiche Digital Workplace und Managed Services auch zunehmend an Bedeutung gewinnen und entsprechend auch ihr Geschäftsvolumen sukzessive erhöhen werden.

Erwartete Konzernumsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Insgesamt erwarten wir damit für das aktuelle Geschäftsjahr 2019 Konzernumsatzerlöse in Höhe von 27,55 Mio. €, was im Vergleich zum Vorjahr einem Anstieg von rund 6,0% gleichkommt. Für die Folgejahre 2020 und 2021 rechnen wir mit einer Fortsetzung der dynamischen Umsatzentwicklung und kalkulieren mit Umsatzerlösen in Höhe von 33,13 Mio. € bzw. 37,80 Mio. €. Vor dem Hintergrund der aktuellen Unternehmensprognose haben wir unsere bisherige Umsatzschätzung für das laufende Geschäftsjahr aus konservativer Sicht nach unten angepasst. Für das Folgejahr hingegen rechnen wir auf-

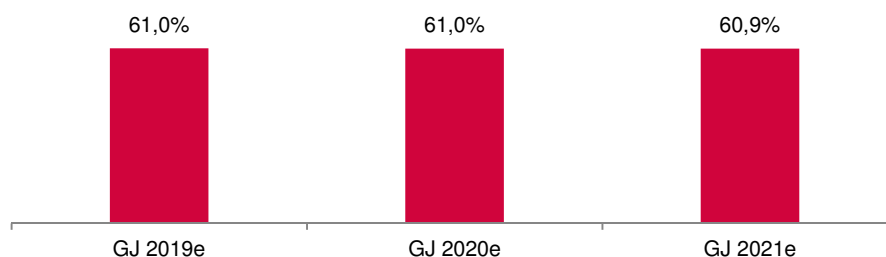
grund der positiven Auftragslage mit einer stärkeren Geschäftsentwicklung, was zu einer Anhebung unserer Prognosen geführt hat.

Insgesamt sollte es dem Softline-Konzern gelingen, durch ihre starke Positionierung in der DACH-Region, dem hohen Auftragsbestand sowie der Forcierung der Internationalisierung ihr dynamisches Unternehmenswachstum weiter fortzuführen und damit auch ihre Marktposition weiter auszubauen.

Ergebnisprognosen

Die erwartete dynamische Umsatzentwicklung der Softline spiegelt sich auch in unseren Ergebnisprognosen wider. In Anbetracht der starken Positionierung in bedeutenden Märkten und dem attraktiven Kernportfolio, welches auf die Zukunftsthemen „Software Asset Management“, „Informations- und IT-Sicherheit“ und „Cloud“ ausgerichtet ist, sollte es der Softline-Gruppe gelingen, die zuletzt erzielte hohe Rohertragsmarge von rund 61,0% auch in den kommenden Geschäftsjahren zu bestätigen.

Erwartete Entwicklung der Rohertragsmarge (in %)



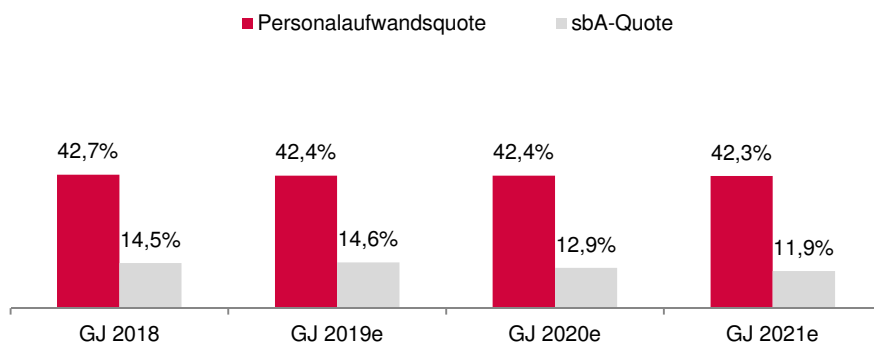
Quelle: GBC AG

Das wissensbasierte und personalintensive Geschäftsmodell der Softline erfordert traditionell Berater (Consultants) und Vertriebsmitarbeiter. Vor dem Hintergrund des von uns prognostizierten deutlichen Umsatzwachstums für die kommenden Jahre, sollte somit auch die Mitarbeiterzahl der Softline weiter deutlich ansteigen und damit auch die Personalaufwendungen des Konzerns, welches die bedeutendste Kostenposition darstellt. Daneben erfordert auch die branchenübliche permanente Fortbildung der Mitarbeiter signifikante Investitionen, was ebenso hohe Personalaufwendungen begünstigt.

Da wir davon ausgehen, dass die Nachfrage nach hochwertigen IT-Beratungsleistungen und -Dienstleistungen auch zukünftig weiter anwächst und die Softline-Gruppe mit ihrem attraktiven Leistungsangebot sehr gut aufgestellt ist, um den Unternehmenskunden passgenau Lösungen zu liefern, sollte die Gesellschaft in ihren Hauptgeschäftsbereichen (IT Asset Management sowie IT-Beratung) hohe Margen durchsetzen können.

Darüber hinaus bietet das Geschäftsmodell der Softline auch wesentliche Skaleneffekte und hiermit ein hohes Ertragspotenzial bei einer Ausweitung des Geschäftsvolumens. Durch das von uns erwartete dynamische Umsatzwachstum in den kommenden Jahren sollten diese auch realisiert werden können, insbesondere aufgrund der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (sbA), die einen hohen Fixkostencharakter besitzen. In Anbetracht dessen rechnen wir mittel- und langfristig mit einer rückläufigen sbA-Quote. Auch die Personalaufwandsquote sollte sich leicht rückläufig entwickeln.

Erwartete Entwicklung wichtiger Kostenquoten

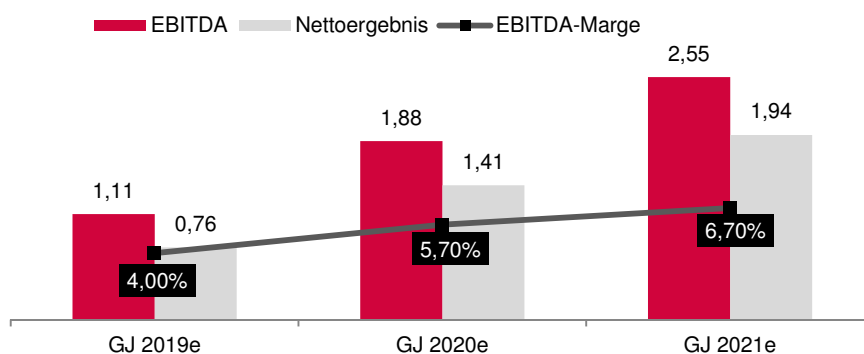


Quelle: GBC AG

Das hochmarginige Beratungsgeschäft des Softline-Konzerns in Kombination mit erwarteten einsetzenden Skaleneffekten sollten mittel- und langfristig hohe einstellige operative Ergebnismargen ermöglichen. Zudem bieten die vom Management identifizierten Optimierungspotenziale in einzelnen Geschäftsbereichen und Ländergesellschaften weitere Margeensteigerungs- bzw. Profitabilitätssteigerungspotenziale.

Vor dem Hintergrund der herausgegebenen Unternehmensguidance und der zuletzt unter unseren Erwartungen liegenden operativen Profitabilität, haben wir unsere bisherigen Ergebnisprognosen nach unten angepasst. Wir erwarten nun für das laufende Geschäftsjahr ein EBITDA in Höhe von 1,11 Mio. €. Basierend auf dem von uns prognostizierten dynamischen Umsatzwachstum in Verbindung mit einsetzenden Skaleneffekten, gehen wir davon aus, dass das EBITDA in den Folgejahren 2020 und 2021 auf 1,88 Mio. € bzw. 2,55 Mio. € deutlich ansteigen wird. Parallel hierzu sollte die EBITDA-Marge von 4,00% in 2019 auf dann 6,70% in 2021 signifikant zulegen.

Erwartete Entwicklung des EBITDA und des Nettoergebnisses (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die Softline-Gruppe hat mit ihrem Kerngeschäft in Deutschland eine vielversprechende Basis geschaffen für eine Fortsetzung des eingeschlagenen Wachstumskurses. Durch den weiteren Ausbau der Marktanteile in den Kernportfoliobereichen im Heimatmarkt und der Forcierung der Internationalisierung der Geschäftsaktivitäten, sollte in den kommenden Jahren eine dynamische Umsatzentwicklung erzielt werden können. Hierbei sollte in Verbindung mit einsetzenden Skaleneffekten die Konzernrentabilität ebenso deutlich erhöht werden können.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die Softline AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019, 2020 und 2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,00%. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 7,00% angenommen. Die Steuerquote haben wir in einer Bandbreite zwischen 10,77% und 12,00% 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 2,00%.

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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,00% (zuvor: 1,25%).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,82 (zuvor: 1,82).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,02% (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100,00% unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 11,02% (zuvor: 11,27%).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 11,02% (zuvor: 11,27%) errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2020 entspricht als Kursziel 13,30 € je Aktie (zuvor: 12,90 € je Aktie). Unsere Kurszielerhöhung resultiert hauptsächlich aus dem einsetzenden „Roll-Over-Effekt“ (Kurszielbasis nun bezogen auf das darauffolgende Geschäftsjahr 2020).

DCF-Modell

Softline AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	7,0%	ewige EBITA - Marge	6,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	32,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	7,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	27,55	33,13	37,80	39,31	40,88	42,52	44,22	45,99	
US Veränderung	5,9%	20,2%	14,1%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	68,32	77,35	88,27	72,93	66,60	64,00	63,31	63,75	
EBITDA	1,11	1,88	2,55	2,75	2,86	2,98	3,10	3,22	
EBITDA-Marge	4,0%	5,7%	6,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
EBITA	0,91	1,65	2,30	2,61	2,69	2,78	2,88	2,99	
EBITA-Marge	3,3%	5,0%	6,1%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	-0,10	-0,22	-0,28	-0,30	-0,32	-0,34	-0,36	
EBI (NOPLAT)	0,91	1,55	2,08	2,33	2,39	2,46	2,54	2,63	30,0%
Kapitalrendite	36,2%	62,9%	71,3%	71,4%	68,5%	66,9%	66,0%	65,6%	51,4%
Working Capital (WC)	2,07	2,48	2,84	2,95	3,07	3,19	3,32	3,45	
WC zu Umsatz	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Investitionen in WC	0,09	-0,42	-0,35	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	0,40	0,43	0,43	0,54	0,61	0,66	0,70	0,72	
AFA auf OAV	-0,20	-0,23	-0,25	-0,14	-0,18	-0,20	-0,22	-0,23	
AFA zu OAV	49,6%	52,5%	58,4%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	32,5%	
Investitionen in OAV	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investiertes Kapital	2,47	2,91	3,26	3,49	3,68	3,85	4,01	4,17	
EBITDA	1,11	1,88	2,55	2,75	2,86	2,98	3,10	3,22	
Steuern auf EBITA	0,00	-0,10	-0,22	-0,28	-0,30	-0,32	-0,34	-0,36	
Investitionen gesamt	-0,16	-0,67	-0,60	-0,36	-0,37	-0,37	-0,38	-0,38	
Investitionen in OAV	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	
Investitionen in WC	0,09	-0,42	-0,35	-0,11	-0,12	-0,12	-0,13	-0,13	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,95	1,11	1,73	2,11	2,20	2,29	2,38	2,48	22,85

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	20,20	21,32
Barwert expliziter FCFs	9,21	9,11
Barwert des Continuing Value	10,99	12,21
Nettoschulden (Net debt)	-0,52	-1,48
Wert des Eigenkapitals	20,72	22,80
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	20,72	22,80
Ausstehende Aktien in Mio.	1,71	1,71
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,09	13,30

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,82
Eigenkapitalkosten	11,0%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	7,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	28,7%
WACC	11,0%

Kapitalrendite	WACC				
	10,4%	10,7%	11,0%	11,3%	11,6%
50,9%	13,98	13,59	13,23	12,89	12,58
51,2%	14,02	13,63	13,27	12,93	12,61
51,4%	14,06	13,67	13,30	12,96	12,65
51,7%	14,10	13,71	13,34	13,00	12,68
51,9%	14,14	13,74	13,37	13,03	12,71

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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 anderen 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>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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>

§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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: (5a, 5b, 11)

§ 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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) a) 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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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