

5. September 2013  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## GK Software AG

Die Perspektiven stimmen  
– Geduld ist gefragt

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **25,75 Euro** | Kursziel: **37,30 Euro**

**Analyst:** Dr. Adam Jakubowski  
**sc-consult GmbH**, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93  
**Telefax:** +49 (0) 251-13476-92  
**E-Mail:** [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	561
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	25,75 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	1,79 Mio. Stück
Market Cap:	46,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	38,44 Mio. Euro
Free-Float:	47,7 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	40,50 / 24,00 Euro
Ø Umsatz (12 M):	45,3 Tsd. Euro

GK Software hat im zweiten Quartal weiter unter der Schwäche des Neugeschäfts gelitten. Bedingt durch die kundenseitig deutlich verlängerten Entscheidungszeiten konnte die große Vertriebspipeline noch nicht ausreichend in Aufträge umgemünzt werden. Umsatzwachstum konnte deswegen ausschließlich durch die Übernahme der AWEK-Gruppe erzielt werden, das Ergebnis rutschte infolge der geringen Auslastung ins Minus. Doch diese Durststrecke, obgleich sie bereits länger anhält als ursprünglich erwartet, wird früher oder später enden. Denn die Handelskonzerne stehen vor vielfältigen Herausforderungen, die den Einsatz moderner Software unabdingbar machen. Derzeit sorgen diese Herausforderungen zwar für eine erhöhte Unsicherheit und deswegen für eine ausgeprägte Investitionszurückhaltung, doch perspektivisch muss der Einzelhandel in seine IT investieren, um Themen wie etwa Multichannel aufzugreifen und um seine Effizienz weiter zu verbessern. Wir gehen deswegen weiter davon aus, dass die Rückkehr auf den Wachstumspfad noch 2013 gelingt und dass das hochprofitable Wachstum ab 2014 wieder fortgesetzt wird.

GJ-Ende: 31.12.	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz (Mio. Euro)	27,7	31,8	28,4	39,8	47,4	52,1
EBIT (Mio. Euro)	6,4	6,7	0,8	0,8	4,5	7,7
Jahresüberschuss	4,5	4,6	0,7	0,6	3,2	5,5
EpS	2,68	2,55	0,38	0,32	1,77	3,07
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,00	0,00	0,50	1,20
Umsatzwachstum	18,8%	14,7%	-10,5%	40,0%	19,0%	10,0%
Gewinnwachstum	27,7%	2,1%	-85,2%	-15,7%	458,1%	72,9%
KUV	1,66	1,45	1,62	1,16	0,97	0,88
KGV	10,3	10,1	68,3	81,0	14,5	8,4
KCF	1,39	1,21	1,35	0,97	0,81	0,74
EV / EBIT	6,0	5,8	49,0	45,8	8,5	5,0
Dividendenrendite	1,9%	1,9%	0,0%	0,0%	1,9%	4,6%

## Neugeschäft-Flaute hält an

Die seit dem letzten Jahr anhaltende Schwäche des Neugeschäfts hat sich auch im zweiten Quartal fortgesetzt. Der Spezialist für Einzelhandelssoftware konnte zwar den Umsatz zwischen April und Juni um 6,2 Prozent zum Vorjahr ausweiten, doch war der Zuwachs ausschließlich der im Dezember vollzogenen Übernahme der AWEK-Gruppe geschuldet. Korrigiert um diesen Effekt musste GK Software einen Umsatzrückgang hinnehmen, der sich im Halbjahr auf über 17 Prozent summierte. Besonders schwach entwickelten sich die Lizenznahmen, die im Vorjahresvergleich um 58,7 Prozent auf 1,3 Mio. Euro zurückgingen. Das Dienstleistungsgeschäft zeigte sich mit einem Rückgang um 16,7 Prozent zwar stabiler, war aber aufgrund der fehlenden Einnahmen aus der Implementierung und dem Customizing bei Neukunden ebenfalls vom dem schwachen Neugeschäft betroffen. Einen Zuwachs gab es hingegen bei den Wartungserlösen, die besonders von der AWEK-Akquisition profitierten und um 65,4 Prozent auf 6,7 Mio. Euro zulegten. Insgesamt erhöhte sich der Konzernumsatz im ersten Halbjahr um 13,3 Prozent auf 18,40 Mio. Euro.

## Ergebnis im Minus

Deutlich stärker als die Erlöse ist der Personalaufwand gestiegen. Bedingt durch den sowohl organisch als auch im Zuge der AWEK-Übernahme von 424 auf 561 Mitarbeiter erhöhten Personalstand wuchs diese Aufwandsposition im Vorjahresvergleich um 37 Prozent auf 12,8 Mio. Euro. Dementsprechend überschritt die Personalaufwandsquote im zweiten Quartal die Marke von 70 Prozent, ein Jahr zuvor lag sie fast 18-Prozentpunkte niedriger. Da auch der Materialaufwand infolge der AWEK-Akquisition deutlich überproportional zugelegt hat, ist die EBITDA-Marge spiegelbildlich dazu gesunken. In Summe der ersten sechs Monate erreichte sie lediglich 1 Prozent, gleichbedeutend mit einem operativen Ergebnis von 0,18 Mio. Euro (nach 3,97 Mio. Euro im Vorjahr). Separat betrachtet wurde im zweiten Quartal sogar nur noch eine schwarze Null erwirtschaftet. Da schließlich auch die Abschreibungen durch die Übernahme spürbar angewachsen sind (erhöhtes Sachanlagevermögen und Kaufpreisbestan-

teile), rutschte das EBIT der ersten sechs Monate mit -1,03 Mio. Euro ins Minus. Das Vorsteuerergebnis und der Nettoergebnis haben sich analog dazu auf -1,04 und -1,14 Mio. Euro entwickelt.

## Kostenspitze überschritten

Allerdings liefert der Halbjahresbericht Hinweise darauf, dass der Materialaufwand, vor allem aber der Personalaufwand sich in Zukunft wieder etwas moderater entwickeln könnten. So war der Materialaufwand bereits im zweiten Quartal im Vergleich mit den ersten drei Monaten rückläufig, gleichzeitig ist der Personalbestand im Laufe des zweiten Quartals von 573 auf 561 Mitarbeiter reduziert worden. Und für die nahe Zukunft wurde seitens des Vorstands ein weiteres Personalwachstum ausgeschlossen.

Geschäftszahlen	HJ 2012	HJ 2013	Änderung
Umsatz	16,24	18,40	13,3%
EBITDA	3,97	0,18	-95,6%
EBITDA-Marge	24,4%	1,0%	
EBIT	3,00	-1,03	-
EBIT-Marge	18,5%	-5,6%	
Vorsteuerergebnis	2,98	-1,04	-
Vorsteuerermarge	18,4%	-5,7%	
Jahresüberschuss	2,17	-1,14	-
Netto-Marge	13,4%	-6,2%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Volle Vertriebspipeline

Doch für die weiteren Perspektiven sowohl für das laufende als auch für das kommende Jahr dürften die Maßnahmen zur Kostenbegrenzung nur eine nachrangige Bedeutung haben. Viel wichtiger wird es sein, ob es endlich gelingt, aus der nach Unternehmensangaben vollen Vertriebspipeline einige Abschlüsse zu generieren. Das Unternehmen stützt sich dabei sowohl auf den eigenen Vertrieb als auch auf die Kooperation mit SAP, die die Produkte von GK Software an eigene Einzelhandelskunden als Branchenlösung vertreibt. Seit Mai gilt die Zusammenarbeit auch für die USA, womit die Sachsen nun auch

auf dem weltweit größten Markt mit einem starken Partner vertreten sind. Dass die gute Positionierung, die im ersten Halbjahr durch Zusammenarbeitsvereinbarungen mit zwei namhaften Implementierungspartnern zusätzlich signifikant verbessert wurde, seit mehreren Quartalen nicht mehr adäquat in Neuaufträge umgemünzt werden kann, führt GK Software hauptsächlich auf die technologischen Umwälzungen im Einzelhandel (Stichwort: Multi- oder Omnichannel) zurück, die die Beschaffung einer neuen Software zu einer strategischen Entscheidung mit weitreichenden Folgen machen. Infolgedessen haben sich die Vertriebszeiten in kürzester Zeit deutlich verlängert, viele Einzelhandelsunternehmen scheinen derzeit abwarten zu wollen, in welche Richtung sich der Trend entwickeln wird.

### Prognosen bestätigt

Angesichts der technologischen Führungsposition (im ersten Halbjahr wurden beispielsweise in einem Pilotprojekt 10.000 GK-Kassensysteme für das Bezahlen mit Mobiltelefonen freigeschaltet, womit das Unternehmen zu den Vorreitern beim Thema Mobile Payment zählt) dürfte das Unternehmen zu den

wichtigsten Profiteuren gehören, wenn sich der derzeitige Investitionsstau auflöst. Da es sich zudem bei einigen der zur Entscheidung anstehenden Projekte um Millionenvolumina handelt, würden bereits ein paar Abschlüsse ausreichen, um ein deutliches organisches Umsatzwachstum zu erzielen und vor allem, um wieder zurück in die schwarzen Zahlen zu kommen. Auf Basis dieser Erwartung hält das Unternehmen an seinen Prognosen fest und bezeichnet ein solches Szenario als weiterhin möglich.

### Mittelfristige Perspektiven unverändert gut

Diese Auffassung teilen wir grundsätzlich. Bezogen auf das laufende Jahr wird die Zeit zwar zunehmend knapp, doch ein größerer Abschluss, der das Bild deutlich ins Positive wandeln würde, ist jederzeit möglich. Das Feld dafür ist entsprechend bereitet. GK Software verfügt über technologisch hochwertige Produkte und ausgezeichnete Referenzen, kann auf namhafte Partner zurückgreifen und ist vertrieblich, nicht zuletzt dank der Kooperation mit SAP, in den wichtigen Märkten präsent. Was fehlt, ist ein Mosaiksteinchen, auf das die Gesellschaft nur sehr begrenzten Einfluss hat – die Entscheidung beim Kun-

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzerlöse	39,8	47,4	52,1	57,0	62,2	67,5	72,9	78,7
Umsatzwachstum		19,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
EBIT-Marge	2,1%	9,6%	14,9%	18,4%	18,9%	18,4%	17,9%	17,3%
<b>EBIT</b>	<b>0,8</b>	<b>4,5</b>	<b>7,7</b>	<b>10,5</b>	<b>11,8</b>	<b>12,4</b>	<b>13,0</b>	<b>13,6</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,3	1,4	2,3	3,2	3,5	3,7	3,9	4,1
<b>NOPAT</b>	<b>0,6</b>	<b>3,2</b>	<b>5,4</b>	<b>7,4</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,5</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	1,9	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,7
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>3,0</b>	<b>5,1</b>	<b>7,1</b>	<b>8,9</b>	<b>9,7</b>	<b>10,3</b>	<b>10,7</b>	<b>11,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4
- Investitionen AV	-1,4	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
<b>Free Cashflow</b>	<b>1,3</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,4</b>	<b>8,7</b>

SMC Schätzmodell

den. Da wir aber davon ausgehen, dass sich dieser Stau früher oder später auflösen wird, sind wir bezüglich der weiteren Perspektiven des Unternehmens weiterhin sehr überzeugt.

### Schätzungen angepasst

Im Hinblick auf das laufende Jahr wird die Zeit aber wie gesagt zunehmend knapp. Aus Vorsichtsüberlegungen haben wir uns deswegen entschlossen, unsere Schätzansätze für 2013 etwas zu reduzieren. Dies gilt sowohl für die Erlöse, die wir nun statt bei 41,2 bei 39,8 Mio. Euro erwarten, als auch für das Ergebnis. Hier haben sich unsere bisherigen Ansätze für Personal- und Materialaufwand als etwas zu optimistisch erwiesen, weswegen wir diese beiden Posten nun angehoben haben. Daraus resultiert die Erwartung eines diesjährigen EBITDA von 3,2 Mio. Euro und eines Vorsteuerergebnisses von 0,8 Mio. Euro (zuvor 3,6 Mio. Euro resp. 1,3 Mio. Euro). Den Materialaufwand haben wir auch für die Folgejahre höher angesetzt, die übrigen Parameter der Jahre 2014 ff. blieben hingegen weitgehend unverändert. Die oben stehende Tabelle zeigt die wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2013 bis 2020, zu den Prämissen des Modells verweisen wir auf unsere umfangreiche Studie vom 4. Juni. Detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GuV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

### Kursziel: 37,30 Euro je Aktie

Auf Basis dieser modellhaften Geschäftsentwicklung sehen wir in unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,8 Prozent) den fairen Wert bei 64,8 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 37,30 Euro, rund 45 Prozent über dem gegenwärtigen Aktienkurs. Das Prognoserisiko taxieren wir unverändert auf vier von sechs möglichen Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Der Befund eines signifikant positiven Kurspotenzials für die Aktie bleibt auch bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 7,8 und 9,8 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) bestehen. Die Sensitivitätsanalyse liefert eine Spanne von 31,86 bis 46,17 Euro.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,8%	46,17	44,06	42,27	40,72	39,37
8,3%	42,85	41,12	39,62	38,32	37,17
8,8%	40,01	38,56	<b>37,30</b>	36,19	35,21
9,3%	37,54	36,32	35,25	34,30	33,45
9,8%	35,37	34,34	33,42	32,60	31,86

## Fazit

---

Im zweiten Quartal hat sich die schwierige Phase bei GK Software weiter fortgesetzt. Trotz der hochwertigen Produkte, der erstklassigen Referenzen und der vollen Vertriebspipeline entwickelt sich das Neugeschäft derzeit sehr verhalten. Darunter leiden die Lizenz- und die Dienstleistungseinnahmen aus der Implementierung und dem Customizing der Software, weswegen der Umsatz lediglich durch den Konsolidierungseffekt aus der letztjährigen Übernahme der AWEK-Gruppe gesteigert werden konnte. Durch die unzureichende Auslastung ist das Unternehmen zudem im ersten Halbjahr in die roten Zahlen gerutscht. Wie lange diese Durstrecke noch anhält, ist derzeit nicht absehbar. Sobald aber zu-

mindest einige der nach Unternehmensangaben zahlreichen anstehenden Projektvergaben erfolgt sind, dürften die Umsätze und Erträge sprunghaft ansteigen. In dieser Erwartung gehen wir in unserem Schätzmodell weiter davon aus, dass GK Software dieses Jahr den Umsatz auch organisch ausweiten und ein deutlich positives Ergebnis ausweisen kann. Auf Basis dieser Annahme und der unterstellten Aufwärtsentwicklung von Umsatz und vor allem Profitabilität in den Folgejahren signalisiert unser Modell eine deutliche Unterbewertung der Aktie. Das Kursziel liegt bei 37,30 Euro, unser Urteil lautet weiter „Buy“

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	16,3	15,3	15,1	15,2	15,5	16,0	16,4	16,8	17,2
1. Immat. VG	10,9	9,6	8,8	8,5	8,4	8,5	8,5	8,6	8,6
2. Sachanlagen	4,9	5,2	5,7	6,1	6,6	7,0	7,4	7,7	8,0
II. UV Summe	27,8	29,9	33,9	38,9	44,3	49,4	54,7	59,8	65,6
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	28,2	28,8	31,9	36,5	41,9	47,1	52,0	56,6	61,5
II. Rückstellungen	4,3	4,8	5,3	5,8	6,3	6,8	7,4	7,9	8,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,3	3,3	3,1	2,9	2,7	2,4	2,3	2,1	2,1
2. Kurzfristiges FK	8,3	8,4	8,7	8,9	9,0	9,1	9,5	9,9	10,7
<b>BILANZSUMME</b>	<b>44,1</b>	<b>45,2</b>	<b>49,0</b>	<b>54,1</b>	<b>59,9</b>	<b>65,4</b>	<b>71,1</b>	<b>76,6</b>	<b>82,8</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzerlöse	28,4	39,8	47,4	52,1	57,0	62,2	67,5	72,9	78,7
Gesamtleistung	29,0	40,0	47,7	52,4	57,4	62,6	67,9	73,3	79,1
Rohertrag	28,4	37,0	44,8	49,6	54,4	59,3	64,3	69,5	75,0
EBITDA	2,9	3,2	6,5	9,4	12,0	13,2	14,0	14,6	15,3
EBIT	0,8	0,8	4,5	7,7	10,5	11,8	12,4	13,0	13,6
EBT	0,8	0,8	4,5	7,8	10,7	12,2	13,1	13,9	14,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,7	0,6	3,2	5,5	7,5	8,5	9,2	9,7	10,2
JÜ	0,7	0,6	3,2	5,5	7,5	8,5	9,2	9,7	10,2
EPS	0,38	0,32	1,77	3,07	4,20	4,77	5,14	5,43	5,72

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Cashflow	1,2	2,9	5,1	7,1	9,0	10,0	10,8	11,3	11,9
CF operativ	3,1	2,7	5,0	7,0	8,9	9,8	10,5	11,0	11,5
CF aus Investition	-4,0	-1,4	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1
CF Finanzierung	-2,7	-0,1	-0,3	-1,4	-2,8	-4,2	-4,7	-5,5	-5,3
Liquidität Jahresanfa.	13,9	10,3	11,5	14,5	18,3	22,5	26,2	30,0	33,5
Liquidität Jahresende	10,3	11,5	14,5	18,3	22,5	26,2	30,0	33,5	37,6

### Kennzahlen

Prozent	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzwachstum	-10,5%	40,0%	19,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
Rohertagsmarge	99,8%	93,0%	94,6%	95,3%	95,3%	95,3%	95,4%	95,3%	95,3%
EBITDA-Marge	10,1%	8,0%	13,6%	18,0%	21,1%	21,3%	20,7%	20,1%	19,5%
EBIT-Marge	2,8%	2,1%	9,6%	14,9%	18,4%	18,9%	18,4%	17,9%	17,3%
EBT-Marge	2,9%	2,0%	9,6%	15,1%	18,8%	19,6%	19,5%	19,0%	18,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,4%	1,4%	6,7%	10,5%	13,2%	13,7%	13,6%	13,3%	13,0%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://www.tai-pan.de)) erstellt.

## Disclaimer

### Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

### I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

## II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des vorletzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
04.06.2013	Buy	38,30 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates, eine Studie

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

### Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

### Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.