

03. Juni 2016

**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## GK Software AG

Weiterhin hohe Wachstumsdynamik

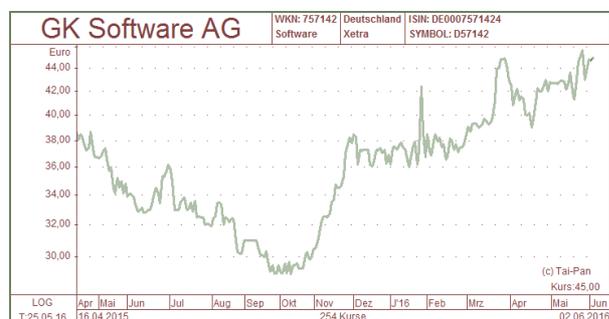
Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **45,00 Euro** | Kursziel: **54,20 Euro**

**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

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	794
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Kurs:</b>	45,00 Euro
<b>Marktsegment:</b>	General Standard
<b>Aktienzahl:</b>	1,89 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	85,1 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	90,1 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	44,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	45,85 / 28,90 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M):</b>	46,6 Tsd. Euro

GK Software hat im ersten Quartal den Umsatz um fast 19 Prozent gesteigert und damit den dynamischen Wachstumskurs des letzten Jahres fortgesetzt. Bedingt durch einen im Vorjahresvergleich rückläufigen Beitrag der hochmargigen Lizenzerlöse hat sich das Ergebnis allerdings verschlechtert, der Quartalsfehlbetrag erhöhte sich von -1,3 auf -1,6 Mio. Euro. Bereinigt um den Effekt der Lizenzerlöse konnte allerdings zumindest beim EBITDA eine leichte Verbesserung erzielt werden, auch der Cashflow hat sich erfreulich entwickelt. Insgesamt liegen die Q1-Zahlen im Rahmen unserer Erwartungen, ergebnisseitig allerdings am unteren Ende der Erwartungsspanne. Wir gehen aber davon aus, dass sich die forcierten Expansionsbestrebungen im weiteren Jahresverlauf in deutlich höheren Lizenzerlösen bemerkbar machen werden und rechnen für das Bestandsgeschäft mit einer schrittweisen Verbesserung der Profitabilität. In Summe halten wir deswegen die Rückkehr in die Gewinnzone auf Jahresbasis 2016 weiterhin für realistisch. Wir haben unsere Schätzungen dementsprechend unverändert gelassen, bei einem unveränderten Kursziel von 54,20 lautet unser Rating weiter „Speculative Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	42,5	44,6	62,6	72,0	80,6	88,3
EBIT (Mio. Euro)	1,0	-3,0	-1,3	2,0	5,0	7,2
Jahresüberschuss	0,6	-1,9	-1,5	0,9	3,0	4,9
EpS	0,34	-1,04	-0,79	0,47	1,57	2,59
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,50
Umsatzwachstum	49,4%	5,1%	40,3%	15,0%	12,0%	9,5%
Gewinnwachstum	-42,8%	-	-	-	235,8%	64,9%
KUV	2,00	1,91	1,36	1,18	1,05	0,96
KGV	141,5	-	-	96,0	28,6	17,3
KCF	46,51	-	38,74	18,38	12,75	10,75
EV / EBIT	86,2	-	-	45,9	18,1	12,4
Dividendenrendite	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,6%	1,1%

## Umsatzwachstum fortgesetzt

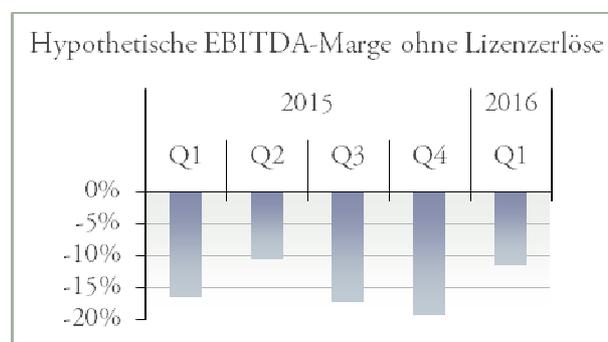
Im ersten Quartal 2016 hat GK Software die dynamische Entwicklung des Vorjahrs fortgesetzt und den Umsatz gegenüber dem ersten Quartal 2015 um 18,9 Prozent auf 15,4 Mio. Euro gesteigert. Welcher Anteil davon organisch erzielt wurde, hat das Unternehmen nicht berichtet, wir schätzen den konsolidierungsbedingten Beitrag aus der DBS-Übernahme auf ca. 1,7 Mio. Euro. Dieser dürfte sich vor allem in dem starken Anstieg der Umsatzart Hardware-Sales, Staging und Sonstiges innerhalb des Segments GK/Retail bemerkbar gemacht haben, für die zwischen Januar und März fast 1,4 Mio. Euro ausgewiesen wurden (Vorjahr: 38 Tsd. Euro). Zusammen mit der Abwicklung eines hardware-lastigen Auftrags im Segment IT-Services trug diese ansonsten nachrangige Umsatzart im ersten Quartal 2,7 Mio. Euro zu den Konzernenerlösen bei, gleichbedeutend mit einem Anteil von 17,2 Prozent. Von den wichtigsten Umsatzarten konnte GK Software die Dienstleistungserlöse (um 4,2 Prozent auf 6,6 Mio. Euro) und die Wartungserlöse (um 5,9 Prozent auf 5,0 Mio. Euro) steigern, während die Lizenzumsätze gegenüber dem Vorjahr um fast 31 Prozent auf 1,2 Mio. Euro zurückgegangen sind. GK verweist diesbezüglich auf Verzögerungen beim Abschluss von Lizenzverträgen, die erst im zweiten Quartal abgeschlossen werden konnten.

Geschäftszahlen	Q1 2015	Q1 2016	Änderung
Umsatz	12,98	15,44	+18,9%
Lizenzen	1,67	1,16	-30,7%
Dienstleistungen	6,30	6,56	+4,2%
Wartung	4,74	5,02	+5,9%
EBITDA	-0,20	-0,48	-
EBITDA-Marge	-1,5%	-3,1%	-
EBIT	-0,88	-1,47	-
EBIT-Marge	-6,8%	-9,5%	-
Vorsteuerergebnis	-0,88	-1,56	-
Vorsteueremarge	-6,8%	-10,1%	-
Nettoergebnis	-1,27	-1,55	-
Netto-Marge	-9,8%	-10,1%	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## EBITDA rückläufig

Den Rückgang der hochmargigen Lizenzerlöse führt GK Software auch als zentralen Grund für das von -0,2 auf -0,5 Mio. Euro verschlechterte EBITDA an. Aber auch die wichtigsten Aufwandsarten haben sich im Vorjahresvergleich deutlich erhöht, wobei auch hier, wie beim Umsatz, der Konsolidierungseffekt der Übernahme der Retail-Sparte von DBS zu beachten ist, die 2015 erst zum Ende des ersten Quartals erfolgt war. Insgesamt erhöhte sich der Personalaufwand um 29 Prozent auf 11,3 Mio. Euro, der Materialaufwand legte sogar um 47 Prozent auf 2,0 Mio. Euro zu. Dass diese Zuwächse nicht nur den letztjährigen Veränderungen, sondern auch der auch aktuell weiter forcierten Expansion geschuldet sind, zeigt nicht zuletzt das Personalwachstum. So wurde die Mitarbeiterzahl sei dem Jahreswechsel erneut um 7,4 Prozent bzw. um 55 Mitarbeiter auf 794 Mitarbeiter erhöht. Welcher Anteil davon auf die im Verlauf des ersten Quartals neu gegründete Tochtergesellschaft in der Westukraine entfällt, wurde nicht berichtet. Angesichts dieses Kostenwachstums halten wir es für ermutigend, dass das EBITDA – bereinigt um die Veränderung der Lizenzumsätze – sogar leicht erhöht werden konnte. Die um die Lizenzumsätze bereinigte EBITDA-Marge hat sich dementsprechend im Vorjahresvergleich von -16,5 auf -11,5 Prozent verbessert. Allerdings hat das Q1-Ergebnis auch von einem nicht-liquiditätswirksamen Gewinn aus der Neubewertung von Wechselkursicherungsinstrumenten im Umfang von 0,6 Mio. Euro profitiert.



Quelle: Unternehmen

## Abschreibungen und Zinsen belasten

Da auch die Abschreibungen aufgrund der Akquisition deutlich, um 45 Prozent auf 1,0 Mio. Euro, zugenommen haben, hat sich auch der EBIT-Fehlbetrag von -0,9 Mio. Euro auf -1,5 Mio. Euro erhöht. Nach Berücksichtigung des ebenfalls akquisitionsbedingt auf -0,1 Mio. Euro verschlechterten Finanzergebnisses resultierte daraus ein Quartalsverlust vor Steuern von -1,6 Mio. Euro und ein gleich hoher Periodenfehlbetrag.

## Operativer Cashflow deutlich im Plus

Eine starke Entwicklung zeigte im ersten Quartal der operative Cashflow, der von dem lebhaften Neugeschäft im Abschlussquartal 2015 profitierte. Insbesondere durch den Abbau von Forderungen konnte aus der betrieblichen Tätigkeit ein Mittelzufluss von 2,6 Mio. Euro generiert werden, nach einem Abfluss von 0,3 Mio. Euro im Vorjahr. Da zudem für Investitionszwecke nur 0,3 Mio. Euro abgeflossen sind, blieb auch der Free-Cashflow mit 2,3 Mio. Euro positiv. Der Bestand an Finanzmitteln erhöht sich während des ersten Quartals insgesamt von 7,4 auf 8,7 Mio. Euro, so dass die Nettoverschuldung auf 5,1 Mio. Euro reduziert werden konnte (31.12.2015: 7,3

Mio. Euro). Etwas verschlechtert hat sich hingegen die Eigenkapitalquote, die infolge des Quartalsverlustes von 42,7 auf 41,8 Prozent zurückgegangen ist.

## Prognosen bestätigt

Insgesamt zeigt sich GK Software mit der Entwicklung des ersten Quartals zufrieden. Dementsprechend hat der Vorstand seine Prognose bestätigt. Ohne den Umsatz- und/oder Ergebnisausblick für 2016 zu konkretisieren, wollen die Sachsen bis 2018 den Umsatz auf rund 90 Mio. Euro steigern und dabei im Kerngeschäft eine EBIT-Marge in der Größenordnung von rund 15 Prozent erzielen. Die Zuversicht begründet das Unternehmen u.a. mit der unverändert sehr gut gefüllten Pipeline im Eigen- und im SAP-Vertrieb. Die im ersten Quartal erfolgreich absolvierte Premium-Qualifikation durch SAP für die neue Kassenlösung Omni-POS und die danach erfolgte Freigabe für den internationalen SAP-Vertrieb sollten hier für eine weiter anhaltende Dynamik sorgen. Allerdings betont das GK-Management, dass die Entwicklung nicht zwingend linear verlaufen müsse und dass ein erneut negatives Ergebnis im laufenden Jahr nicht ausgeschlossen sei.

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	72,0	80,6	88,3	96,2	104,4	112,8	121,8	130,3
Umsatzwachstum		12,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%
EBIT-Marge	2,7%	6,2%	8,2%	10,2%	11,6%	12,8%	13,8%	14,3%
<b>EBIT</b>	<b>2,0</b>	<b>5,0</b>	<b>7,2</b>	<b>9,8</b>	<b>12,1</b>	<b>14,5</b>	<b>16,9</b>	<b>18,6</b>
Steuersatz	38,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,7	1,7	2,2	2,9	3,6	4,3	5,1	5,6
<b>NOPAT</b>	<b>1,2</b>	<b>3,2</b>	<b>5,1</b>	<b>6,9</b>	<b>8,5</b>	<b>10,1</b>	<b>11,8</b>	<b>13,0</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	3,7	3,8	3,2	2,5	2,2	2,1	2,1	2,1
+ 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>5,0</b>	<b>7,0</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>	<b>10,7</b>	<b>12,2</b>	<b>13,9</b>	<b>15,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	2,7	-0,5	-0,6	-0,8
- Investitionen AV	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>3,1</b>	<b>4,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>11,2</b>	<b>9,4</b>	<b>10,9</b>	<b>12,0</b>

SMC Schätzmodell

## Schätzungen unverändert

Auch wir sehen nach den Zahlen des ersten Quartals keine Veranlassung, unsere Schätzungen zu modifizieren. Ergebnisseitig sind die Monate Januar bis März zwar am unteren Rand unserer Erwartungen ausgefallen, doch noch halten wir die von uns unterstellte Rückkehr in die Gewinnzone für machbar. Wie so oft in den letzten Jahren wird die Entwicklung des Neugeschäfts und somit der Lizenzerlöse über die Ergebnisqualität entscheiden. Insofern halten wir für 2016 an der Umsatzschätzung von 72,0 Mio. Euro fest, das EBITDA erwarten wir bei 5,7 Mio. Euro und das Vorsteuerergebnis bei 1,4 Mio. Euro. Auch die Schätzungen für die Folgejahre haben wir unverändert gelassen, die EBIT-Marge zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums taxieren wir weiterhin auf 14,3 Prozent.

## Unveränderte Rahmendaten

Die Zusammenfassung des von uns für die nächsten acht Jahre unterstellten modellhaften Geschäftsverlaufs findet sich in der Tabelle auf der vorigen Seite, weitere Details können den Tabellen im Anhang entnommen werden. Im Anschluss an den darin abgebildeten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir unverändert mit einer EBIT-Marge von 7,1 Prozent und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent. Für die Herleitung der Rahmendaten unseres Modells verweisen wir auf die umfangreiche Studie vom 17. Mai 2016.

## Kursziel: 54,20 Euro je Aktie

Auf dieser Basis resultiert aus unserem DCF-Modell in dem von uns favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,0 Prozent) ein Unternehmenswert von 43,35 Euro je Aktie. Ange-

sichts der Übernahmeprämie, die wir seit dem SAP-Einstieg und vor allem seit der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, und angesichts der von uns weiter als hoch eingeschätzten langfristigen Wahrscheinlichkeit des Übernahmeszenarios kalkulieren wir unser Kursziel (wie schon bisher) unter Hinzurechnung einer 25-prozentigen Prämie. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach wie schon bisher 54,20 Euro. Angesichts der ausgeprägten Abhängigkeit der Ergebnisse von einzelnen Lizenzabschlüssen halten wir zudem das Prognoserisiko weiterhin für hoch, weswegen wir unverändert fünf von sechs möglichen Punkten vergeben. Eine Reduktion werden wir bei einer absehbaren Verbesserung der Profitabilität des Bestandsgeschäfts vornehmen.

## Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 7,0 und 9,0 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 45,58 bis 69,21 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,0%	69,21	65,40	62,24	59,56	57,27
7,5%	63,55	60,49	57,91	55,70	53,78
8,0%	58,81	56,32	54,18	52,34	50,72
8,5%	54,78	52,72	50,94	49,38	48,01
9,0%	51,32	49,59	48,09	46,76	45,58

## Fazit

---

GK Software ist in das laufende Jahr mit einer weiterhin hohen Dynamik gestartet und hat den Umsatz um fast 19 Prozent gesteigert. Da allerdings die – schwankungsfreudigen – Lizenz Erlöse im ersten Quartal niedriger ausgefallen sind als im Vorjahr, geben die vorgelegten Zahlen ergebnisseitig ein gemischtes Bild ab. Während die gemeldeten Gewinnkennzahlen eine Verschlechterung der Ergebnissituation signalisieren, zeigt eine um den Rückgang der Lizenz Erlöse bereinigte Betrachtung eine Verbesserung des EBITDA. Diese reicht aber noch nicht aus, um die im Zuge der letztjährigen DBS-Übernahme erhöhten Abschreibungen zu kompensieren.

Insgesamt bewegen sich die Zahlen des ersten Quartals im Rahmen unserer Erwartungen. Wir hätten

uns zwar bereits eine deutlichere Verbesserung der Profitabilität im Bestandsgeschäft erhofft, halten aber unsere Jahresprognose vor allem angesichts der erratischen Entwicklung der Lizenz Erlöse noch absolut für erreichbar. Dies umso mehr, als GK Software von einer weiterhin sehr gut gefüllten Vertriebspipeline und von bereits erzielten Abschlüssen im zweiten Quartal berichtet. Vor diesem Hintergrund haben wir unsere Schätzungen unverändert gelassen und sehen den fairen Wert der Aktie von GK Software weiterhin bei 54,20 Euro (inkl. der unterstellten Übernahmeprämie) und damit rund 20 Prozent über dem aktuellen Kurs. Auch die Einschätzung der erhöhten Ergebnisunsicherheit lassen wir unverändert, sodass wir das bisherige Rating „Speculative Buy“ beibehalten.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	34,5	32,6	30,8	29,7	29,4	29,4	29,6	29,9	30,1
1. Immat. VG	25,2	22,9	20,7	19,1	18,4	18,1	18,0	17,9	17,8
2. Sachanlagen	5,8	6,2	6,6	7,0	7,4	7,8	8,1	8,5	8,8
II. UV Summe	33,3	34,3	38,1	42,8	48,1	52,3	57,3	62,3	67,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	29,0	29,9	32,8	37,3	43,1	47,6	52,4	57,3	62,3
II. Rückstellungen	4,1	4,6	5,1	5,6	6,2	6,7	7,2	7,8	8,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	14,4	11,9	9,9	9,9	7,8	6,2	5,2	4,1	2,8
2. Kurzfristiges FK	20,3	20,5	21,1	19,7	20,4	21,2	22,0	22,9	23,8
<b>BILANZSUMME</b>	<b>67,8</b>	<b>66,9</b>	<b>68,9</b>	<b>72,5</b>	<b>77,5</b>	<b>81,7</b>	<b>86,9</b>	<b>92,1</b>	<b>97,3</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	62,6	72,0	80,6	88,3	96,2	104,4	112,8	121,8	130,3
Gesamtleistung	63,1	72,3	80,9	88,6	96,6	104,8	113,1	122,2	130,7
Rohertrag	54,9	63,7	71,5	78,4	85,7	93,2	100,9	109,2	116,9
EBITDA	2,2	5,7	8,8	10,4	12,3	14,3	16,5	19,0	20,8
EBIT	-1,3	2,0	5,0	7,2	9,8	12,1	14,5	16,9	18,6
EBT	-1,4	1,4	4,6	7,0	9,8	12,3	14,9	17,4	19,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,5	0,9	3,0	4,9	6,8	8,6	10,4	12,2	13,5
JÜ	-1,5	0,9	3,0	4,9	6,8	8,6	10,4	12,2	13,5
EPS	-0,79	0,47	1,57	2,59	3,61	4,54	5,50	6,44	7,15

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	2,2	4,6	6,7	7,9	9,0	13,5	11,9	13,6	14,9
CF aus Investition	-18,6	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4
CF Finanzierung	12,6	-2,0	-2,2	-2,7	-3,1	-5,8	-6,5	-8,4	-9,8
Liquidität Jahresanfa.	10,2	6,4	7,1	9,6	12,8	16,5	22,0	25,1	28,0
Liquidität Jahresende	6,4	7,1	9,6	12,8	16,5	22,0	25,1	28,0	30,7

### Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	40,3%	15,0%	12,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%
Rohermargemarge	87,6%	88,4%	88,6%	88,8%	89,1%	89,3%	89,5%	89,7%	89,7%
EBITDA-Marge	3,5%	7,9%	10,9%	11,8%	12,8%	13,7%	14,6%	15,6%	15,9%
EBIT-Marge	-2,0%	2,7%	6,2%	8,2%	10,2%	11,6%	12,8%	13,8%	14,3%
EBT-Marge	-2,2%	2,0%	5,7%	7,9%	10,1%	11,7%	13,2%	14,3%	14,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,4%	1,2%	3,7%	5,6%	7,1%	8,2%	9,2%	10,0%	10,4%

# 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 letzten 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
17.05.2016	Speculative Buy	54,20 Euro	1), 3)
08.12.2015	Speculative Buy	44,40 Euro	1), 3)
09.09.2015	Speculative Buy	39,40 Euro	1), 3), 4)
19.06.2015	Buy	40,40 Euro	1), 3)
22.04.2015	Buy	49,50 Euro	1), 3)
23.01.2015	Buy	45,00 Euro	1), 3)
10.10.2014	Buy	51,30 Euro	1), 3), 4)
18.06.2014	Buy	55,60 Euro	1), 3)

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.