

05. Dezember 2016  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## GK Software AG

Sprunghafte Verbesserung der  
Profitabilität im Bestandsgeschäft

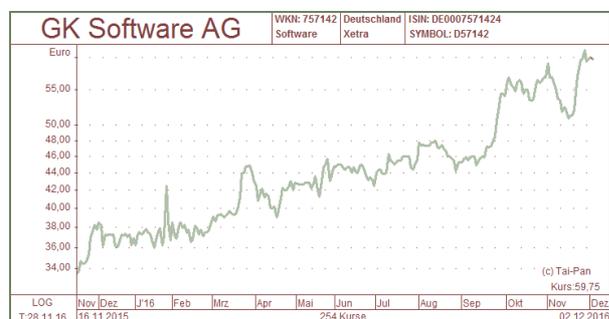
Urteil: **Buy** (zuvor: Speculative Buy) | Kurs: **59,75 Euro** | Kursziel: **71,70 Euro**

**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  
**Internet:** www.sc-consult.com

## Jüngste Geschäftsentwicklung



### Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	840
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Kurs:</b>	60,50 Euro
<b>Marktsegment:</b>	General Standard
<b>Aktienzahl:</b>	1,89 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	112,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	120,9 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	44,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	61,70 / 35,50 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M):</b>	68,4 Tsd. Euro

GK Software konnte im dritten Quartal mit einer faustdicken positiven Überraschung aufwarten. Obwohl die Lizenzerlöse weit unter dem starken Vorjahresquartal geblieben sind, konnten die Sachsen nicht nur die Umsätze erneut deutlich ausweiten, sondern auch das Ergebnis klar verbessern und ins Plus führen. Ursächlich dafür war eine sprunghafte Verbesserung der Profitabilität im Bestandsgeschäft, bereinigt um die Lizenzerlöse hat GK Software seine EBITDA-Marge binnen Jahresfrist um 22 Prozentpunkte gesteigert. Zwischen Juli und September wurde auf dieser bereinigten Basis zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 2015 ein positives Ergebnis erwirtschaftet. Kann GK dieses Niveau auch im vierten Quartal und in den nächsten Jahren bestätigen oder gar ausbauen, bietet dies in Kombination mit den zu erwartenden Lizenzerlösen die Grundlage für ein nicht nur dynamisches, sondern auch sehr profitables Wachstum. Mit dem deutlichen Profitabilitätsfortschritt hat GK auch unsere Erwartungen weit übertroffen, weswegen wir unsere Margenannahmen angehoben haben. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert der GK-Aktie nun bei 71,70 Euro und ändern unser Rating von „Speculative Buy“ auf „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	42,5	44,6	62,6	72,0	80,6	88,3
EBIT (Mio. Euro)	1,0	-3,0	-1,3	1,5	5,6	8,2
Jahresüberschuss	0,6	-1,9	-1,5	0,6	3,3	5,5
EpS	0,34	-1,04	-0,79	0,30	1,77	2,93
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%	-	-	-	493,3%	65,2%
KUV	2,66	2,53	1,80	1,57	1,40	1,28
KGV	187,9	-60,4	-75,3	200,1	33,7	20,4
KCF	61,8	-272,1	51,4	24,6	15,6	12,9
EV / EBIT	115,6	-40,1	-94,7	82,7	21,6	14,8
Dividendenrendite	0,4%	0,4%	0,0%	0,0%	0,5%	0,9%

## Hohe Wachstumsdynamik hält an

Nachdem GK Software im ersten Halbjahr noch von Konsolidierungseffekten sowie von hohen Zuwächsen im Lizenzgeschäft profitiert hatte, wurde das Wachstum des dritten Quartals vor allem von der sehr guten Auftragslage im Dienstleistungsgeschäft getragen. Dank mehrerer Rollouts von Projekten, darunter für einen Kunden in Südafrika sowie für den ersten Kunden der neuen Kassenslösung OmniPOS, hat das Dienstleistungsgeschäft zwischen Juli und September im Vorjahresvergleich um bemerkenswerte 54,4 Prozent auf 10,7 Mio. Euro zugelegt. Auch auf Sicht der ersten neun Monaten konnte GK damit im Dienstleistungsgeschäft ein hohes Wachstum von 37,8 Prozent auf 28,3 Mio. Euro ausweisen, der Anteil dieser Erlösart an den Konzernumsätzen erhöhte sich infolgedessen auf 53,4 Prozent (Vorjahr: 49,0 Prozent). Insgesamt hat GK Software zwischen Januar und September 53,1 Mio. Euro umgesetzt, gleichbedeutend mit einem Wachstum von 26,5 Prozent.

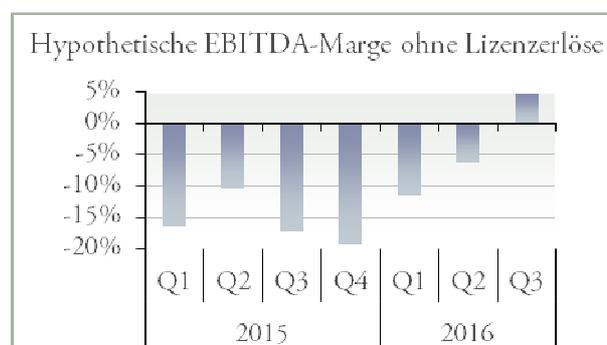
Geschäftszahlen	Q3 2015	Q3 2016	Änderung
Umsatz	15,12	18,02	+19,2%
Lizenzen	2,17	0,94	-56,9%
Dienstleistungen	6,90	10,66	+54,4%
Wartung	5,24	5,53	+5,4%
EBITDA	-0,07	1,74	-
EBITDA-Marge	-0,4%	9,6%	
EBIT	-1,09	0,74	-
EBIT-Marge	-7,2%	4,1%	
Vorsteuerergebnis	-1,06	0,65	-
Vorsteuermarge	-7,0%	3,6%	
Nettoergebnis	-1,44	0,48	-
Netto-Marge	-9,5%	2,6%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Sprunghafte Ergebnisverbesserung im Projektgeschäft

Wie schon das zweite Quartal, haben die Sachsen auch das dritte Quartal mit einem klaren Überschuss abgeschlossen. Auf EBITDA-Ebene wurde ein Gewinn von 1,7 Mio. Euro (Vorjahr: -0,1 Mio. Euro)

gemeldet, das EBIT erreichte 0,7 Mio. Euro (Vorjahr: -1,1 Mio. Euro) und der Periodenüberschuss 0,5 Mio. Euro (Vorjahr: -1,4 Mio. Euro). Besonders erfreulich hieran ist, dass diese deutliche Ergebnisverbesserung trotz rückläufiger Lizenzerlöse erzielt wurde, die sich im Vorjahresvergleich auf 0,9 Mio. Euro mehr als halbiert haben. Damit hat es GK Software zum ersten Mal seit vielen Quartalen geschafft, sich ergebnisseitig von den volatilen Lizenzeinnahmen zu emanzipieren. Dies wird auch an der Entwicklung der von uns an dieser Stelle bereits mehrfach vorgestellten hypothetischen EBITDA-Marge deutlich. Diese um die Lizenzerlöse bereinigte Kenngröße hat sich im dritten Quartal auf 4,7 Prozent belaufen, womit nach unseren Berechnungen nicht nur der erste positive Wert seit dem dritten Quartal 2013, sondern auch der höchste Wert seit dem zweiten Quartal 2012 erreicht wurde. Gegenüber dem Vorjahr hat sich die Profitabilität des Bestandsgeschäfts von GK Software nach dieser Lesart um beachtliche 22 Prozentpunkte verbessert.



Quelle: Unternehmen

## Materialaufwand reduziert

Die Kombination des starken Lizenzgeschäfts des ersten Halbjahres und der nun erreichten Profitabilitätssteigerung im Bestandsgeschäft hat GK Software auf Neunmonatsbasis eine sehr starke Ergebnisverbesserung beschert. Das EBITDA verbesserte sich um 4,8 Mio. Euro auf 4,0 Mio. Euro, das EBIT drehte von -3,4 Mio. Euro auf 1,0 Mio. Euro und der Periodenüberschuss von -4,4 auf 0,3 Mio. Euro. Diese Fortschritte konnte GK Software trotz eines von 11,2 auf 11,1 Prozent minimal reduzierten An-

teils der Lizenzerlöse und trotz des mit +15,2 Prozent (auf 840 Mitarbeiter) weiter fortgesetzten dynamischen Aufbaus des Personalstamms erzielen. Der Personalaufbau dient plangemäß der Stärkung der internationalen Lieferfähigkeit, unter anderem ist die zu Jahresanfang gegründete ukrainische Tochter inzwischen auf rund 20 Mitarbeiter angewachsen und bereits aktiv in laufenden Projekten eingebunden. Neben dem nur unterproportionalen Anstieg des Personalaufwands (+19,0 Prozent), der Abschreibungen (+15,4 Prozent) und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+11,0 Prozent) sorgte dafür der reduzierte Rückgriff auf externe Dienstleister, der sich in einem um 6,9 Prozent rückläufigen Materialaufwand und einer deswegen um 3,7 Prozentpunkte geringeren Materialaufwandsquote bemerkbar machte. Ergebnisbelastend hat sich hingegen die fehlende steuerliche Anrechenbarkeit der Verluste der ausländischen Töchter ausgewirkt, wodurch sich die rechnerische Steuerquote des Neunmonatszeitraums auf über 65 Prozent belaufen hat.

Geschäftszahlen	9M 2015	9M 2016	Änderung
Umsatz	41,98	53,10	+26,5%
Lizenzen	4,70	5,89	+25,4%
Dienstleistungen	20,57	28,34	+37,8%
Wartung	14,88	16,21	+9,0%
EBITDA	-0,76	4,04	-
EBITDA-Marge	-1,8%	7,6%	
EBIT	-3,36	1,04	-
EBIT-Marge	-8,0%	2,0%	
Vorsteuerergebnis	-3,37	0,77	-
Vorsteuermarge	-8,0%	1,4%	
Nettoergebnis	-4,35	0,27	-
Netto-Marge	-10,4%	0,5%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

### Operativer Cashflow verbessert

Die erfreuliche Ergebnisentwicklung hat sich auch im operativen Cashflow positiv niedergeschlagen, der trotz eines beschleunigten Aufbaus des Working Capitals einen Überschuss von 2,6 Mio. Euro aufweist (Vorjahr: 0,8 Mio. Euro). Da sich zudem der Investi-

tions-Cashflow, der im Vorjahr aufgrund der DBS-Transaktion einen Mittelabfluss von 18,9 Mio. Euro ausgewiesen hatte, nun auf -3,0 Mio. Euro normalisiert hat, blieb der Free-Cashflow mit -0,4 Mio. Euro nahezu ausgeglichen. Nach planmäßigen Nettotilgungen von 1,5 Mio. Euro reduzierte sich die Cash-Position im ersten Halbjahr um 1,9 Mio. Euro auf 4,5 Mio. Euro. Die Nettoverschuldung hat sich infolgedessen gegenüber dem Jahreswechsel auf 7,9 Mio. Euro erhöht, während die Eigenkapitalquote stabil bei 42,6 Prozent liegt (31.12.: 42,7 Prozent).

### Prognosen bestätigt

GK Software hat mit der Vorlage der Neunmonatszahlen auch die bisherige Prognose bestätigt, ohne sie jedoch im Hinblick auf das laufende Jahr zu konkretisieren. Bis 2018 wollen die Sachsen den Umsatz auf rund 90 Mio. Euro steigern und dabei im Kerngeschäft eine EBIT-Marge in der Größenordnung von rund 15 Prozent erzielen. Das GK-Management betont aber weiterhin, dass die Entwicklung nicht zwingend linear verlaufen müsse und will ungeachtet der bereits erzielten Profitabilitätsfortschritte ein erneut negatives Ergebnis im laufenden Jahr nicht ausschließen.

### Gewinnschätzungen angehoben

Mit den Zahlen des dritten Quartals und vor allem mit den darin gezeigten Profitabilitätsverbesserungen hat uns GK Software klar positiv überrascht. Damit erweist sich unsere nach dem Halbjahr vorgenommene und mit Sorgen vor zu langsamen Effizienzfortschritten begründete leichte Absenkung der diesjährigen Gewinnschätzungen als voreilig bzw. als zu stark. Während uns unsere Umsatzschätzung von 72,0 Mio. Euro, die für das vierte Quartal einen Umsatz von 18,9 Mio. Euro impliziert, weiterhin als belastbar erscheint, sind unsere Ansätze für das Ergebnis entweder bereits weitgehend erfüllt (EBITDA von 5,0 Mio. Euro) oder gar schon nach drei Quartalen übertroffen (EBIT von 1,0 Mio. Euro und Nettoergebnis von 0,2 Mio. Euro). Dies würde bedeuten, dass GK Software im vierten Quartal ein negatives EBIT erwirtschaftet, was wir angesichts der jüngsten Entwicklung und der aufgrund der Erfahrungen der letzten Jahre begründeten Erwartung sig-

nifikanter Lizenzabschlüsse gerade in den letzten Wochen des Jahres für sehr unwahrscheinlich halten. Wir haben deswegen die Reduktion wieder teilweise rückgängig gemacht und kalkulieren nun mit einem EBITDA von 5,5 Mio. Euro, einem EBIT von 1,5 Mio. Euro und einem EBT von 1 Mio. Euro. Bei Annahme einer rechnerischen Steuerquote von 45 Prozent würde daraus ein Nachsteuerergebnis von 0,6 Mio. Euro resultieren. Für das vierte Quartal impliziert das im Vergleich mit dem Neunmonatszeitraum ein in etwa gleichbleibendes Margenniveau. Dieses spiegelt die Kombination der geringeren Zahl an Arbeitstagen einerseits und der unterstellten Erhöhung des Anteils der Lizenzeinnahmen andererseits wider. Auch für die Folgejahre haben wir in Reaktion auf die sich schneller als erwartet verbessernde Profitabilität unsere Margenannahmen etwas angehoben. Zum einen haben wir den Margenanstieg etwas steiler modelliert und zum anderen die EBIT-Marge zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums von 14,3 Prozent auf 14,7 Prozent angehoben.

### Unveränderte Rahmendaten

Die Zusammenfassung des von uns für die nächsten acht Jahre unterstellten modellhaften Geschäftsver-

laufs findet sich in der Tabelle auf dieser Seite, weitere Details können den Tabellen im Anhang entnommen werden. Im Anschluss an den darin abgebildeten Detailprognosezeitraum arbeiten wir weiterhin mit einem Sicherheitsabschlag auf die EBIT-Marge, doch haben wir diesen nun auf ein Drittel reduziert, so dass wir zur Ermittlung des Terminal Value nun mit einer EBIT-Marge von 9,9 Prozent und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent arbeiten. Für die Herleitung der Rahmendaten unseres Modells verweisen wir auf die umfangreiche Studie vom 17. Mai 2016.

### Kursziel: 71,70 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 57,40 Euro je Aktie. Angesichts 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 Übernahme-szenarios kalkulieren wir unser Kursziel (wie schon bisher) unter Hinzurechnung einer 25-

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	2,0%	6,9%	9,3%	11,3%	12,5%	13,5%	14,3%	14,7%
<b>EBIT</b>	<b>1,5</b>	<b>5,6</b>	<b>8,2</b>	<b>10,8</b>	<b>13,0</b>	<b>15,2</b>	<b>17,4</b>	<b>19,2</b>
Steuersatz	45,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,7	2,0	2,5	3,2	3,9	4,6	5,2	5,8
<b>NOPAT</b>	<b>0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>5,7</b>	<b>7,6</b>	<b>9,1</b>	<b>10,7</b>	<b>12,2</b>	<b>13,4</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,0	4,0	3,4	2,7	2,4	2,2	2,3	2,3
+ 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>4,8</b>	<b>7,6</b>	<b>9,1</b>	<b>10,3</b>	<b>11,5</b>	<b>12,9</b>	<b>14,5</b>	<b>15,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	2,7	-0,5	-0,6	-0,8
- Investitionen AV	-3,3	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>1,5</b>	<b>5,4</b>	<b>6,7</b>	<b>7,7</b>	<b>11,9</b>	<b>9,9</b>	<b>11,3</b>	<b>12,4</b>

SMC Schätzmodell

prozentigen Prämie. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 71,70 Euro. Die starke Erhöhung gegenüber dem bisherigen Ansatz ist vor allem den teils deutlich erhöhten Margenannahmen geschuldet. Angesichts der Profitabilitätsprobleme in den letzten zwei Jahren hatten wir diesbezüglich bisher einen sehr zurückhaltenden Ansatz gewählt. Damit haben wir zum Ausdruck gebracht, dass wir die Effizienzverbesserung einer derart rasch wachsenden Organisation für alles andere als banal und die baldige Rückkehr zu alten Margenniveaus für keinen Selbstläufer halten. Doch mit den Neunmonatszahlen und vor allem mit der Entwicklung des dritten Quartals hat GK Software gezeigt, dass das Unternehmen eindeutig auf dem richtigen Weg ist. Wir haben deswegen die „Bremse“ in unserem Modell etwas gelockert und nun einen stärkeren Margenanstieg modelliert. Das wir mit dieser modifizierten Sichtweise nicht allein sind, verdeutlicht nicht zuletzt der Börsenkurs, der seit unserem letzten Update um ein Drittel zugelegt hat. Das von uns konstatierte Kurspotential bleibt aber dank der ebenfalls deutlichen Kurszielerrhöhung mit 20,0 Prozent weiter signifikant.

### Risikoeinstufung reduziert

Als weitere Reaktion auf die Neunmonatszahlen haben wir unsere Einschätzung des Schätzrisikos modifiziert. Bisher hatten wir diese mit Verweis auf die ausgeprägte Abhängigkeit der Ergebnisse von einzel-

nen Lizenzabschlüssen auf fünf von sechs möglichen Punkten taxiert. Da mit dem beeindruckenden Ergebnissprung im dritten Quartal das Bestandssegment in die Profitabilität zurückgekehrt ist, sehen wir diese Abhängigkeit nun reduziert. Auch wenn sich das Bild in einzelnen Quartalen durchaus noch ändern kann, sehen wir einen stabilen Trend in die richtige Richtung und stufen das Schätzrisiko nun als leicht erhöht ein, gleichbedeutend mit vier Punkten.

### Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 7,0 und 9,0 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 59,92 bis 92,56 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,0%	92,56	87,10	82,55	78,71	75,42
7,5%	84,83	80,43	76,71	73,53	70,78
8,0%	78,38	74,78	71,71	69,04	66,71
8,5%	72,92	69,94	67,36	65,10	63,12
9,0%	68,24	65,74	63,56	61,63	59,92

## Fazit

---

Für das dritte Quartal hat GK Software sehr starke Zahlen gemeldet. Als besonders erfreulich werten wir neben dem anhaltend hohen Umsatzwachstum und der deutlichen Ergebnisverbesserung die sprunghafte und in dem Ausmaß für uns sehr überraschende Profitabilitätssteigerung im Bestandsgeschäft. War die gute Ergebnisentwicklung des ersten Halbjahres noch von den stark wachsenden Lizenz Erlösen geprägt, konnte im dritten Quartal das Bestandsgeschäft, in Form von mehreren Kundenprojekten, diese Rolle übernehmen. Dadurch war GK zum ersten Mal seit 2013 in der Lage, auch bereinigt um den Beitrag der Lizenz Erlöse ein positives Quartals-EBITDA auszuweisen.

Damit scheint GK Software die zweite zentrale Baustelle der letzten Jahre erfolgreich schließen zu können. Nachdem sich der Investitionsstau, der das Neugeschäft über mehrere Jahre gehemmt hatte, seit 2015 zunehmend auflöst, haben die Sachsen anscheinend nun auch die zwischenzeitlich massiven Effizienzprobleme der rasant vergrößerten Organisation immer besser im Griff. Zusammen mit der ausgezeichneten Marktpositionierung (moderne Software, breite internationale Präsenz, enge SAP-Part-

nerschaft und schwächelnde Konkurrenz) sind somit nun sämtliche Zutaten vorhanden, um in den nächsten Jahren das hohe Wachstum fortzusetzen und dabei die Gewinne überproportional zu steigern.

Diese Überzeugung hat sich offensichtlich auch an der Börse durchgesetzt, wo die GK-Aktie seit unserem letzten Update eine Neubewertung erfahren und um rund 33 Prozent zugelegt hat. Unser letztes Kursziel wurde damit übertroffen. Da wir aber in Reaktion auf die Neunmonatszahlen und insbesondere auf die überraschend starken Profitabilitätsfortschritte im Bestandsgeschäft unsere Margenannahmen angehoben haben, hat sich auch der von uns ermittelte faire Wert erhöht. Inkl. der von uns unterstellten Übernahmeprämie von 25 Prozent signalisiert unser Bewertungsmodell für die GK-Aktie aktuell einen fairen Wert von 71,70 Euro, was ein weiteres Kurspotenzial von rund 20 Prozent impliziert.

Da wir zudem unsere Einstufung des Schätzrisikos aufgrund der nun reduzierten Abhängigkeit der Ergebnisse von den volatilen Lizenz Erlösen heruntergestuft haben, ändern wir unser Rating von zuletzt „Speculative Buy“ auf „Buy“.

# 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	33,8	31,9	30,7	30,4	30,3	30,6	30,8	31,1
1. Immat. VG	25,2	22,8	20,7	19,3	18,7	18,5	18,5	18,5	18,5
2. Sachanlagen	5,8	7,5	7,7	7,9	8,1	8,3	8,6	8,8	9,0
II. UV Summe	33,3	32,8	37,1	42,4	48,3	52,6	57,7	62,7	67,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	29,0	29,5	32,9	37,9	44,3	49,0	54,0	58,9	64,0
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	6,1	5,1	3,9	2,6
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>66,5</b>	<b>69,0</b>	<b>73,1</b>	<b>78,7</b>	<b>83,0</b>	<b>88,3</b>	<b>93,5</b>	<b>98,8</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	72,4	81,1	88,8	96,8	105,0	113,3	122,4	130,9
Rohertrag	54,9	64,3	73,2	80,6	88,0	95,4	103,0	111,3	119,0
EBITDA	2,2	5,5	9,6	11,6	13,5	15,4	17,5	19,7	21,5
EBIT	-1,3	1,5	5,6	8,2	10,8	13,0	15,2	17,4	19,2
EBT	-1,4	1,0	5,2	7,9	10,7	13,2	15,6	18,0	19,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,5	0,6	3,3	5,5	7,5	9,2	10,9	12,6	13,9
JÜ	-1,5	0,6	3,3	5,5	7,5	9,2	10,9	12,6	13,9
EPS	-0,79	0,30	1,77	2,93	3,98	4,87	5,79	6,66	7,37

## 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	7,3	8,8	9,9	14,3	12,7	14,2	15,5
CF aus Investition	-18,6	-3,3	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6
CF Finanzierung	12,6	-2,0	-2,2	-2,7	-3,3	-6,3	-7,0	-8,8	-10,1
Liquidität Jahresanfa.	10,2	6,4	5,6	8,5	12,3	16,7	22,3	25,5	28,4
Liquidität Jahresende	6,4	5,6	8,5	12,3	16,7	22,3	25,5	28,4	31,2

### 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%	89,3%	90,8%	91,2%	91,4%	91,4%	91,4%	91,3%	91,3%
EBITDA-Marge	3,5%	7,6%	11,9%	13,1%	14,0%	14,8%	15,5%	16,2%	16,5%
EBIT-Marge	-2,0%	2,0%	6,9%	9,3%	11,3%	12,5%	13,5%	14,3%	14,7%
EBT-Marge	-2,2%	1,4%	6,4%	9,0%	11,2%	12,6%	13,9%	14,8%	15,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,4%	0,8%	4,2%	6,3%	7,8%	8,8%	9,7%	10,3%	10,7%

# 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
15.09.2016	Speculative Buy	54,90 Euro	1), 3)
03.06.2016	Speculative Buy	54,20 Euro	1), 3)
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)

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.