

05. September 2017
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software AG

Exzellentes Neugeschäft

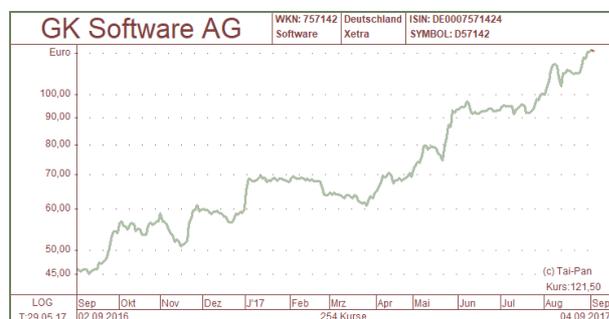
Urteil: **Hold** (unverändert) | Kurs: **121,50 Euro** | Kursziel: **127,50 Euro**

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

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	944
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	121,50 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	1,89 Mio. Stück
Market Cap:	229,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	231,4 Mio. Euro
Free-Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	126,50 / 44,845 Euro
Ø Umsatz (12 M):	158,4 Tsd. Euro

GK Software ist im ersten Halbjahr um fast 26 Prozent gewachsen und hat damit erneut die hohe Attraktivität seiner Positionierung als führender Anbieter von Einzelhandelssoftware bestätigt. Beflügelt von der hohen Nachfrage nach der neuen Kassenlösung OmniPOS und getragen von der Vertriebspartnerschaft mit SAP hat GK erneut mehrere Neukunden gewonnen und – im Hinblick auf das Potenzial der nächsten Jahre nicht minder wichtig – einen großen Bestandskunden vom Wechsel auf OmniPOS überzeugt. Auf Basis des hohen Umsatzwachstums, der hohen Lizenznahmen und der gegenüber dem Vorjahr erzielten Profitabilitätsverbesserung im Bestandsgeschäft hat sich das Ergebnis deutlich überproportional entwickelt, das EBIT wurde mehr als verzehnfacht. Allerdings hat sich die Profitabilitätsverbesserung im zweiten Quartal nicht mehr fortgesetzt, weswegen wir bezüglich der Margenannahmen für 2017 und die Folgejahre noch vorsichtig bleiben. Die Umsatzschätzungen haben wir hingegen in Reaktion auf die hohe Dynamik und die guten Perspektiven teils deutlich angehoben, woraus sich im Rahmen unseres Bewertungsmodells ein stark erhöhtes Kursziel von 127,50 Euro ergeben hat.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	44,6	62,6	77,3	92,8	109,0	125,4
EBIT (Mio. Euro)	-3,0	-1,3	3,9	7,4	10,4	14,4
Jahresüberschuss	-1,9	-1,5	2,8	4,8	6,9	9,9
EpS	-1,04	-0,79	1,50	2,55	3,67	5,22
Dividende je Aktie	0,25	0,00	0,00	0,25	0,50	0,75
Umsatzwachstum	5,1%	40,3%	23,5%	20,0%	17,5%	15,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	70,7%	43,9%	42,0%
KUV	5,14	3,67	2,97	2,47	2,11	1,83
KGV	-	-	81,3	47,6	33,1	23,3
KCF	-	104,6	62,1	28,0	21,9	18,3
EV / EBIT	-	-	58,7	31,3	22,2	16,0
Dividendenrendite	0,2%	0,0%	0,0%	0,2%	0,4%	0,6%

Lizenzumsatz auf Rekordniveau

Unsere Einschätzung, dass die schwachen Lizenznahmen des ersten Quartals nur eine Momentaufnahme dargestellt haben und dass die Wachstumsdynamik von GK Software ungebrochen ist, wurde mit dem Halbjahresbericht nachdrücklich bestätigt. Mit Lizenz Erlösen von 4,9 Mio. Euro im zweiten Quartal wurde nämlich nicht nur der Vorjahreswert um fast 30 Prozent übertroffen, sondern auch der mit Abstand beste Quartalswert außerhalb des vierten Quartals erzielt. In Summe der ersten sechs Monate haben sich die Lizenz Erlöse damit auf 5,6 Mio. Euro belaufen, ein Plus von 12,2 Prozent. Das Lizenzwachstum wurde dabei von der Gewinnung von sechs Neukunden getragen, zu denen führende Supermarktbetreiber in Spanien und in der Schweiz, zwei Baumarktbetreiber (Kanada und Deutschland) sowie ein weltweit führender Einzelhändler, der seine Standorte in Südafrika und in Indien mit der Software von GK ausstatten will, gehören. Fast noch wichtiger ist aber, dass es erneut gelungen ist, einen großen Bestandskunden für die Einführung der neuen Kassensoftware OmniPOS zu gewinnen. Insgesamt berichtet GK Software damit von 4.300 Geschäften, die neu ausgestattet werden sollen, die Zahl der zu installierenden Kassensysteme dürfte weit darüber liegen.

Zwei strategische Meilensteine erreicht

In der Presse wird spekuliert, dass es sich bei dem Kunden in Südafrika und Indien um Wal Mart International handelt, die Tochter des amerikanischen Einzelhandelsgiganten, die für das Geschäft außerhalb der USA verantwortlich ist. Damit wäre GK Software ein riesiger Coup gelungen, aus dem bei Zufriedenheit des Kunden noch viele weitere Beauftragungen erwachsen könnten. Eine nicht minder strategische Bedeutung hat die Tatsache, dass sich einer der großen Neukunden für ein Abonnement-Modell entschieden hat. Die Lizenznahmen dieses Auftrags sind somit nur zu einem geringen Teil im ersten Halbjahr verbucht worden und werden sich gleichmäßig auf die vereinbarte Vertragslaufzeit verteilen. GK Software ist somit der Einstieg in ein neues Lizenzmodell gelungen, mit dem zukünftig verstärkt cloud-basierte Angebote vertrieben werden sol-

len und das dem Unternehmen eine deutlich höhere Stabilität und Berechenbarkeit der Einnahmen beschaffen könnte.

Dienstleistungsgeschäft um ein Drittel höher

In Summe des ersten Halbjahrs wurde das Wachstum aber vor allem vom Dienstleistungsgeschäft getragen, das um ein Drittel auf 23,5 Mio. Euro zugelegt hat. Getrieben wurde es vor allem von der deutlich erhöhten Mitarbeiterzahl (im Vorjahresvergleich +122) und der sehr guten Auftragslage infolge der Vertriebsfolge der letzten beiden Jahre. Ebenso deutlich macht sich die steigende Installationsbasis in den wachsenden Wartungserlösen bemerkbar. Diese wiederkehrende Umsatzart hat in den ersten sechs Monaten um 27 Prozent auf 13,4 Mio. Euro zugelegt. Zusammen mit den sonstigen Umsätzen und dem Beitrag der GK Academy belief sich der Halbjahresumsatz auf 44,1 Mio. Euro, womit der Vorjahreswert um mehr als ein Viertel übertroffen wurde.

Geschäftszahlen	HJ 2016	HJ 2017	Änderung
Umsatz	35,08	44,14	+25,8%
Lizenzen	4,95	5,56	+12,2%
Dienstleistungen	17,68	23,47	+32,7%
Wartung	10,69	13,58	+27,0%
EBITDA	2,31	5,29	+129,4%
EBITDA-Marge	6,6%	12,0%	
EBIT	0,31	3,58	+1.073,1%
EBIT-Marge	0,9%	8,1%	
Vorsteuerergebnis	0,11	3,37	+2.877,9%
Vorsteuer marge	0,3%	7,6%	
Nettoergebnis	-0,21	2,30	-
Netto-Marge	-0,6%	5,2%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT verzehnfacht

Das sehr hohe Umsatzwachstum ging mit einer moderaten Kostenentwicklung einher und ermöglichte eine sehr deutliche Gewinnsteigerung. Da der Materialaufwand sogar absolut gesunken ist und der Personalaufwand und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen trotz der weiterhin intensiven Anstren-

gungen zum Kapazitätsausbau nur unterproportional zum Umsatz gestiegen sind, wurde das EBITDA im ersten Halbjahr mehr als verdoppelt. Mit 5,3 Mio. Euro hat sich die EBITDA-Marge um 5,4 Prozentpunkte auf 12,0 Prozent erhöht. Dies und die um 14 Prozent gesunkenen Abschreibungen haben einen EBIT-Anstieg um mehr als 1.000 Prozent ermöglicht, auf 3,6 Mio. Euro. Die EBIT-Marge erreichte damit im ersten Halbjahr 8,2 Prozent, während sie bei separater Betrachtung im zweiten Quartal bereits bei 14,2 Prozent lag.

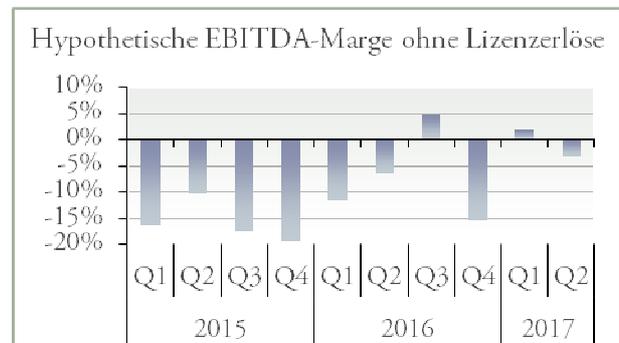
Halbjahresergebnis dreht ins Plus

Bei einem fast unveränderten Finanzergebnis von -0,2 Mio. Euro hat sich das Vorsteuerergebnis von 0,1 Mio. Euro auf 3,4 Mio. Euro vervielfacht, was bei einer wieder normalisierten Steuerquote einen Anstieg des Halbjahresergebnisses von -0,2 Mio. Euro im Vorjahr auf nun 2,3 Mio. Euro zufolge hatte.

Profitabilitätsverbesserung pausiert

Diese beeindruckende Ergebnisverbesserung hat GK Software erreicht, obwohl der Anteil der Lizenzerlöse aufgrund des rasanten Wachstums der Dienstleistungsumsätze im Vorjahresvergleich sogar von 14,1 auf 12,6 Prozent gesunken ist. Zurückzuführen ist dies auf die deutlichen Profitabilitätsverbesserungen im Bestandsgeschäft, die GK seit dem Herbst 2015 erreicht hat. Die von uns zur Veranschaulichung dieser Entwicklung verwendete hypothetische EBITDA-Marge, bei deren Berechnung sowohl der Umsatz als auch das EBITDA um die Lizenzerlöse bereinigt wird, lag im ersten Halbjahr bei -0,7 Prozent und damit um mehr als 8 Prozentpunkte über dem Wert des Vorjahrs. Auf isolierter Basis betrug der Fortschritt im zweiten Quartal gegenüber dem Vorjahr allerdings nur noch 3,1 Prozentpunkte, gegenüber dem ersten Quartal, in dem noch ein positiver Wert von 1,8 Prozent erreicht werden konnte, hat sich die lizenzbereinigte EBITDA-Marge sogar klar verschlechtert, auf -3,2 Prozent. Dies ist zwar auch der Feiertagssituation geschuldet, spiegelt vor allem aber die noch unzureichenden Profitabilitätsfortschritte in Übersee wider. GK Software verweist zwar in diesem Zusammenhang auf das rasche Wachstum der Organisation und der Strukturen in den USA

und in Südafrika, zeigt sich im Halbjahresbericht aber auch selbst mit den Fortschritten nicht zufrieden und hat nach eigenen Angaben bereits organisatorische und personelle Gegenmaßnahmen ergriffen.



Quelle: Unternehmen

Cashflow stark verbessert

Wie das Ergebnis hat sich auch der operative Cashflow deutlich verbessert und mit 10,6 Mio. Euro im Vorjahresvergleich fast verzehnfacht. Ein Teil dieses Anstiegs ist allerdings einem Sondereffekt geschuldet, der noch im Jahresverlauf ausgeglichen werden dürfte. Erhöht haben sich aber auch die Auszahlungen für Investitionen (3,7 nach 1,5 Mio. Euro), in denen sich vor allem die Baumaßnahmen am Stammsitz Schöneck widerspiegeln. Da diese bewusst mit günstigen Krediten finanziert werden, ist auch der Saldo im Finanzierungs-Cashflow mit 1,1 Mio. Euro positiv ausgefallen, so dass sich die Liquidität auf 10,9 Mio. Euro erhöht hat.

Prognosen bestätigt

Auf Basis der Zahlen des ersten Halbjahrs und mit Verweis auf die volle Vertriebspipeline sowie die nach eigener Einschätzung gute Positionierung in einigen Ausschreibungen hat GK Software die Managementprognose bestätigt. Demnach soll der Umsatz bis 2018 auf über 90 Mio. Euro erhöht werden, wobei der Vorstand bei einem positiven Geschäftsverlauf ein Erreichen dieser Marke schon im laufenden Jahr für möglich hält. Unverändert wurde auch die Aussage gelassen, ab 2018 wieder eine EBIT-Marge (im Kerngeschäft) oberhalb von 15 Prozent zu erreichen. Dabei betont das Management, dass diese Entwicklung nicht unbedingt stetig verlaufen

müsse, was auch die Möglichkeit eines Margenrückgangs im laufenden Jahr impliziert.

Umsatzschätzungen für 2017...

Die beeindruckende Dynamik im Neugeschäft haben wir zum Anlass genommen, unsere Umsatzschätzungen für das laufende Jahr wie auch für die nächsten Jahre anzuheben. Mit OmniPOS verfügt GK Software aktuell über einen richtigen Verkaufsschlager, der in Kombination mit der Vertriebspower von SAP und der in Europa vorteilhaften Wettbewerbssituation exzellente Chancen bietet, den eigenen Marktanteil deutlich auszuweiten. Zudem schafft das fortgesetzte dynamische Personalwachstum die notwendige Basis, um auch im Dienstleistungsgeschäft stark zu wachsen. Nach den jüngsten Vertriebsfolgen dürfte die Auslastung der Mitarbeiter weiter auf einem hohen Niveau bleiben, zumal sich noch viele Projekte aus den vergangenen Quartalen in der Umsetzung befinden. Auch die Wartungserlöse der neuen Projekte und das nun erstmals realisierte Abonnementmodell erhöhen das künftige Umsatzpotenzial. Wir haben deswegen unsere Umsatzschätzung für 2017 von zuletzt 88,9 Mio. Euro auf nun 92,8 Mio. Euro angehoben. Da das zweite Halbjahr in der Regel spürbar stärker ausfällt und da mit dem Personalaufbau und dem Auftragseingang des ersten Halbjahrs die Voraussetzungen dafür geschaffen wurden, dass es auch diesmal so sein wird, halten wir die darin implizierte Erwartung von Erlösen in Höhe von 48,7 Mio. Euro im zweiten Halbjahr für gut begründet.

...und die Wachstumserwartungen für die Folgejahre deutlich erhöht

Angesichts der anhaltenden Dynamik halten wir zudem die bisher aus Vorsichtsgründen unterstellte Verlangsamung des Wachstums in 2018 auf 9,5 Prozent nicht mehr für angemessen. Stattdessen haben wir an dieser Stelle nun 17,5 Prozent angenommen. Auch für die Jahre danach liegt die unterstellte Wachstumsrate nun spürbar höher, wobei wir sie schrittweise abschmelzen lassen und am Ende des detaillierten Prognosezeitraums unverändert mit 7 Prozent kalkulieren. Die Kombination aus der höheren

Basis in 2017 und den erhöhten Wachstumsraten mündet in einer Umsatzschätzung für 2024, die mit 195,5 Mio. Euro weit über dem bisherigen Ansatz liegt. Wir sehen diese Anhebung durch mehrere Entwicklungen begründet. Neben der in Kooperation mit SAP sehr dynamischen Gewinnung von Neukunden, zu denen immer wieder die größten Einzelhändler der jeweiligen Länder gehören, verfügt GK Software auch im Bestand über ein sehr hohes Potenzial für Folgegeschäft. Das betrifft nicht nur die Wartung und die laufenden Anpassungen und Erweiterungen, die oft einen erheblichen Umfang annehmen, sondern im Hinblick auf die nächsten Jahre auch ein sehr hohes Potenzial im Zusammenhang mit dem Umstieg auf OmniPOS. Der technologische Sprung, der mit dieser Software verbunden ist, erhöht nicht nur die Bereitschaft der Kunden, rascher als im üblichen Rhythmus auf die neue Version zu wechseln, sondern bedingt auch umfangreiche Einführungsprojekte, die im Umfang an die Initialprojekte bei Neukunden heranreichen können. Schließlich eröffnen die Etablierung des Abonnement-Modells und die vorgesehene Angebotsverweigerung um eine cloud-basierte Lösung die Möglichkeit, mittelfristig auch stärker kleinere Einzelhändler wie Tankstellenbetreiber und die Systemgastronomie mit auf sie zugeschnittenen Lösungen zu adressieren und sich damit neue Marktsegmente zu erschließen. Über entsprechende Überlegungen hat GK Software sowohl auf der Hauptversammlung als auch im Halbjahresbericht berichtet, woraus wir auf einen hohen Konkretisierungsgrad der Pläne schließen.

Margenannahmen unverändert

Unverändert gelassen haben wir hingegen unsere Margenannahmen, womit wir weiter deutlich unter den Zielsetzungen von GK Software bleiben. Das Unternehmen selbst will ab 2018 wieder eine EBIT-Marge (im Kerngeschäft) oberhalb von 15 Prozent erreichen, während wir für das nächste Jahr mit einer EBIT-Marge von 9,6 Prozent kalkulieren. Die Anhebung gegenüber dem bisherigen Ansatz (9,1 Prozent) ist dabei einer leichten Rücknahme der unterstellten Abschreibungen geschuldet, während wir die Erwartungen zur operativen Profitabilität, die in der EBITDA-Marge zum Ausdruck kommt, unverändert

bei 13,7 Prozent gelassen haben. Diesen vorsichtigen Ansatz begründen wir mit der noch notwendigen Profitabilitätsverbesserung im Bestandsgeschäft, die wir als die zentrale Voraussetzung ansehen, um dauerhaft in die angepeilte Profitabilitätszone zu gelangen. Nachdem der diesbezüglich positive Trend im zweiten Quartal unterbrochen wurde, möchten wir zunächst abwarten, ob die von GK eingeleiteten Gegenmaßnahmen fruchten. Zudem darf nicht außer Acht gelassen werden, dass GK gleichzeitig den rasanten Ausbau der Organisation weiter vorantreibt und dies zur Sicherstellung seiner Projektfähigkeit in Ländern wie Indien auch weiter tun muss, was die Aufgabe der Profitabilitätsverbesserung nicht leichter macht. Ohne Erfolge auf diesem Gebiet wird GK jedoch das angestrebte Margenniveau nach unserer Einschätzung nur in Ausnahmewerten mit hohen Lizenzentnahmen (wie z.B. im zweiten Quartal mit einem Lizenzanteil von 20,4 Prozent und einer EBIT-Marge von 14,2 Prozent), nicht aber dauerhaft erreichen können.

Rahmendaten unverändert

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

laufs, wie er sich aus den veränderten Schätzungen ergibt, liefert die Tabelle auf dieser Seite, weitere Details finden sich im Anhang. Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells, zu deren Herleitung und ausführlicher Beschreibung wir auf die Langstudie vom 16. Mai 2017 verweisen. Ebenfalls gleich gelassen haben wir unsere Einstufung des Schätzrisikos, das wir in der Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) weiter mit vier Punkten als leicht erhöht bewerten.

Kursziel: 127,50 Euro je Aktie

Auf dieser Basis resultiert aus unserem DCF-Modell in dem von uns favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,1 Prozent) ein Unternehmenswert von 192,7 Mio. Euro bzw. von 101,94 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 Übernahmeszenarios, kalkulieren wir unser Kursziel (wie schon bisher) unter Hinzurechnung einer 25-prozentigen Prämie. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 127,50 Euro. Die

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	92,8	109,0	125,4	141,1	155,2	169,1	182,7	195,5
Umsatzwachstum		17,5%	15,0%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
EBIT-Marge	8,0%	9,6%	11,5%	12,8%	13,8%	14,7%	14,8%	14,8%
EBIT	7,4	10,4	14,4	18,1	21,5	24,8	27,1	29,0
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,2	3,1	4,3	5,4	6,4	7,5	8,1	8,7
NOPAT	5,2	7,3	10,1	12,6	15,0	17,4	18,9	20,3
+ Abschreibungen & Amortisation	4,1	4,5	3,9	3,5	3,4	3,4	3,5	3,6
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	9,3	11,8	14,0	16,2	18,4	20,8	22,4	23,9
- Zunahme Net Working Capital	-0,7	-0,9	-1,2	2,8	-1,6	-1,9	-2,1	-2,3
- Investitionen AV	-5,1	-4,1	-3,3	-3,5	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0
Free Cashflow	3,5	6,8	9,5	15,4	13,1	15,1	16,4	17,5

SMC Schätzmodell

starke Erhöhung gegenüber dem bisherigen Ansatz ist der erläuterten Anhebung unserer Umsatzschätzung sowie dem Diskontierungseffekt geschuldet. Da sich auch der Aktienkurs zuletzt sehr dynamisch entwickelt und unser bisheriges Kursziel übertroffen hat, sehen wir die Aktie aktuell in etwa fair bewertet. Eine (sogar deutliche) Höherbewertung wäre gerechtfertigt, sobald sich eine weitere deutliche Verbesserung der Profitabilität im Bestandssegment abzeichnet.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 6,1 und 8,1 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0

und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 104,51 bis 172,07 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,1%	172,07	159,47	149,36	141,06	134,14
6,6%	155,19	145,42	137,41	130,72	125,05
7,1%	141,63	133,89	127,42	121,94	117,24
7,6%	130,49	124,24	118,95	114,40	110,46
8,1%	121,18	116,06	111,67	107,85	104,51

Fazit

GK Software hat für das erste Halbjahr exzellente Zahlen gemeldet und insbesondere eine für diese Jahreszeit ungewöhnlich hohe Dynamik im Neugeschäft gezeigt. Mit einem Halbjahresumsatz von 44 Mio. Euro ist das Unternehmen auf dem besten Wege, die mittelfristige Prognose von etwa 90 Mio. Euro bereits in diesem Jahr zu erreichen. Erfreulicherweise hat sich auch das Ergebnis sehr gut entwickelt, das EBIT wurde mehr als verzehnfacht. Zu verdanken war dies sowohl dem hohen Lizenzumsatz als auch der im Vorjahresvergleich erzielten starken Profitabilitätsverbesserung im Bestandsgeschäft.

Der einzige Wermutstropfen im Halbjahresbericht ist, dass diese Profitabilitätsverbesserung im zweiten Quartal anscheinend unterbrochen wurde und dass das um die Lizenzinnahmen bereinigte EBITDA

wieder ins Minus gerutscht ist. GK begründet dies mit Ineffizienzen in Amerika und in Südafrika und hat bereits Maßnahmen eingeleitet.

Bevor deren Erfolg absehbar ist, belassen wir unsere Margenschätzungen, die teilweise deutlich unter der Management-Zielsetzung liegen, noch unverändert. Deutlich angehoben haben wir hingegen in Reaktion auf die hohe Wachstumsdynamik und die unveränderten guten Aussichten unsere Umsatzschätzungen, woraus sich ein kräftig erhöhtes Kursziel von 127,50 Euro ergeben hat. Da aber auch der Börsenkurs, der zuletzt auch von den Spekulationen getrieben wurde, bei einem der Neukunden könnte es sich um den internationalen Ableger von Wal Mart handeln, seit unserem letzten Update kräftig zugelegt hat, belassen wir das Rating unverändert auf „Hold“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	37,4	38,3	37,9	37,3	37,4	37,7	38,1	38,5	38,9
1. Immat. VG	23,8	21,5	19,9	19,2	18,9	18,8	18,8	18,8	18,8
2. Sachanlagen	8,9	12,2	13,3	13,5	13,8	14,2	14,6	15,1	15,5
II. UV Summe	34,2	37,0	42,9	51,3	61,3	68,8	76,2	82,7	89,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	31,7	36,5	42,9	51,6	62,5	70,2	78,1	85,1	92,4
II. Rückstellungen	3,2	3,5	3,7	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	13,1	11,1	11,1	9,6	8,0	7,1	6,4	4,7	2,9
2. Kurzfristiges FK	23,7	24,3	23,1	23,5	23,9	24,6	25,1	26,4	27,7
BILANZSUMME	71,6	75,4	80,8	88,7	98,6	106,5	114,3	121,2	128,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	77,3	92,8	109,0	125,4	141,1	155,2	169,1	182,7	195,5
Gesamtleistung	77,7	93,2	109,5	125,9	141,6	155,7	169,7	183,2	196,0
Rohertrag	70,0	84,2	99,4	114,4	128,7	141,5	154,3	166,6	178,0
EBITDA	7,8	11,5	14,9	18,3	21,6	24,8	28,3	30,6	32,6
EBIT	3,9	7,4	10,4	14,4	18,1	21,5	24,8	27,1	29,0
EBT	3,5	6,9	9,9	14,1	18,0	21,9	25,4	27,9	30,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,8	4,8	6,9	9,9	12,6	15,3	17,8	19,5	21,0
JÜ	2,8	4,8	6,9	9,9	12,6	15,3	17,8	19,5	21,0
EPS	1,50	2,55	3,67	5,22	6,66	8,10	9,41	10,32	11,10

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	3,7	8,2	10,5	12,5	18,9	17,0	19,3	20,9	22,2
CF aus Investition	-5,1	-5,1	-4,1	-3,3	-3,5	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0
CF Finanzierung	-2,1	-2,2	-2,7	-3,3	-4,1	-8,9	-11,5	-14,2	-15,5
Liquidität Jahresanfa.	6,4	2,8	3,7	7,5	13,4	24,7	29,2	33,2	36,0
Liquidität Jahresende	2,8	3,7	7,5	13,4	24,7	29,2	33,2	36,0	38,7

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	23,5%	20,0%	17,5%	15,0%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
Rohermargemarge	90,6%	90,7%	91,1%	91,3%	91,2%	91,2%	91,2%	91,2%	91,1%
EBITDA-Marge	10,1%	12,4%	13,7%	14,6%	15,3%	16,0%	16,7%	16,7%	16,7%
EBIT-Marge	5,1%	8,0%	9,6%	11,5%	12,8%	13,8%	14,7%	14,8%	14,8%
EBT-Marge	4,5%	7,4%	9,1%	11,2%	12,7%	14,1%	15,0%	15,3%	15,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,7%	5,2%	6,4%	7,9%	8,9%	9,9%	10,5%	10,7%	10,7%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

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

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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 Interessenskonflikte 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
08.06.2017	Hold	98,00 Euro	1), 3)
16.05.2017	Buy	97,00 Euro	1), 3), 4)
05.12.2016	Buy	71,70 Euro	1), 3)
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)

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.