

Datum 07.05.2018

Empfehlung:

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 155,80 (alt: € 136,00)



EQUITS GmbH

Am Schieferstein 3

D-60435 Frankfurt

GK Software

Branche: Software

Segment: Prime Standard

ISIN: DE0007571424

Reuters: GKSG

Kurs (04.05.2018): € 115,00

Marktkapitalisierung € 217 Mio.

EV € 221 Mio.

Ø-Volumen in T€ (100 T.) 180

52W Hoch € 135,50

52W Tief € 71,31

Finanzkalender

Q1 2018 30.05.2018

HV 2018 21.06.2018

Aktionärsstruktur

GK Software Hldg. 49,8%

SAP SE 5,3%

R.Gläß 3,3%

S.Kronmüller 2,3%

Kursentwicklung



Daniel Großjohann

dg@equits.de

+49 (0)69 95 41 16 08

Thomas J. Schießle

ts@equits.de

+49 (0)69 95 45 43 60

GK SOFTWARE SE

Mittelfristziele bis 2020 bekanntgegeben, SaaS-Transition angelaufen

GK Software zeigte in 2017 ein 17%iges Umsatzwachstum auf € 90,5 Mio. EBIT (+26,6%) und Jahresüberschuss (+37,4%) legten überproportional zu. Da die Transition vom klassischen Lizenz- zum einem SaaS (Software-as-a-Service)-Geschäftsmodell angelaufen ist und sich ein großer Neukunde bereits in Q4/17 für einen mehrjährigen SaaS-Vertrag (statt des klassischen Lizenzmodells) entschied, wurden unsere Erwartungen an Q4/17 auf den ersten Blick verfehlt. Die Transition insgesamt ist aber positiv zu sehen, denn sie zahlt sich mittelfristig nicht nur in einer besseren Planbarkeit der Umsätze aus. Mit Vorlage der 2017er Zahlen und dem vorzeitigen Erreichen der alten (auf 2018 abzielenden) Mittelfristprognose wurde auch ein neuer Ausblick (bis 2020) gegeben. Dieser sieht implizit jährliche Wachstumsraten von durchschnittlich rd. 14,5% vor – was deutlich über den erwarteten Zuwachsraten der meisten Peer-Unternehmen liegt. Sowohl DCF- als auch Peer-Bewertung implizieren weiteres Kurspotenzial für die GK-Aktie.

✓ **Rückblick 2017:** Das abgelaufene Geschäftsjahr war – nicht nur wegen des **vorzeitigen Erreichens der Mittelfristziele** – ein erfolgreiches Jahr. Die Gewinnung von **14 Neukunden aus vier Kontinenten** gemeinsam mit SAP (darunter 3 „Global Top50“-Retailer) und die Intensivierung des Bestandskundengeschäftes waren die wesentlichen Wachstumstreiber. Die **Internationalisierung** ist weiter vorangeschritten, so konnten u.a. Kunden aus Frankreich, Italien und Spanien gewonnen werden, die künftig wichtige Referenzen in diesen Märkten darstellen. Bereits 47,5% (2016: 35,9%) der Jahresumsätze wurden mit Kunden erzielt, deren Entscheidungszentrale außerhalb Deutschlands liegt.

✓ **Lizenz/SaaS-Transition.** Anders als beim klassischen Lizenzgeschäft, das mit der initialen Zahlung der Lizenzgebühr startet (und dann jährliche Wartungserlöse i.H.v. 17% der Lizenzgebühr bringt) zeichnet sich das SaaS-Modell durch gleichbleibende Zahlungsströme über die Nutzungsdauer hinweg aus. In den Umstellungsjahren unterzeichnet die berichtete Umsatzentwicklung daher den zugrundeliegenden Markterfolg. Langfristig bringt die Umstellung eine deutlich bessere Planbarkeit und **verbreitert die Basis an wiederkehrenden Umsätzen.**

Unternehmensausblick: Der Umsatz soll ausgehend vom Jahr 2017 (€ 90 Mio.) bis 2020 um den Faktor 1,5 gesteigert werden, was einem Umsatz von € 135 Mio. in 2020 entspräche. Für 2018 ist eine erneute erhebliche Ausdehnung der Umsätze geplant. Die operative Marge im Kernsegment GK/Retail soll 2018 auf 15% gesteigert werden und in den kommenden Jahren auf diesem Niveau gehalten werden. Die Erschließung neuer Märkte genießt weiter hohe Priorität.

Kennzahlenübersicht - GK Software SE

	Umsatz	EBITDA	EBIT	EPS (adj.)	EV/Umsatz	KGV
2016 a	77,3	7,8	3,9	1,50	1,28	31,3
2017 a	90,5	8,8	5,0	2,05	2,03	46,2
2018 e	106,8	16,5	12,3	4,32	2,07	26,6
2019 e	122,0	19,4	14,9	5,05	1,81	22,8
2020 e	137,3	22,4	17,6	6,09	1,61	18,9

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose, Kennzahlen)

Entwicklung der Lizenzumsätze - Individuell programmierte Software ...

Die **Lizenerlöse** lagen 2017 bei € 16,2 Mio. und damit rd. € 3,8 Mio. über dem Vorjahreswert. Hierbei konnte **erstmalig** kundenindividuell programmierte Software berücksichtigt werden, die € 6,35 Mio. zum Bestand an wartungspflichtiger Software beitrug. Konkret handelt es sich um von Kunden gewünschte Programme, die die GK-Standardlösungen ergänzen/erweitern (ohne in den Standard einzufließen). Die IP (geistiges Eigentum) dieser Lösungen verbleibt bei GK und wie bei Produktlizenzen werden Wartungserlöse vereinnahmt. Da es sich um eher individuelle (aber prinzipiell wiederverwendbare) Lösungen handelt, dürfte die Marge der individuell entwickelten Lösung zwar hinter der von Produktlizenzen zurückbleiben, aber deutlich attraktiver sein, als individuelle Anpassungen, die rein nach Aufwand vergütet werden (und implizit auch durch GK gewartet werden müssen).

... und SaaS-Transition

Unter Ausklammerung der kundenindividuell programmierten Software blieben die reinen Produktlizenzierungen (rd. € 9 Mio.) hinter dem Vorjahreswert (€ 11,5 Mio.) zurück – Grund hierfür war, bei weiterhin hohem Interesse an der OmniPOS-Lösung, der Effekt aus einer Subskription in einem bedeutenden Projekt mit mehrjährigem Cloud-bezogenem Betriebsszenario. Während sich die Umsätze im klassischen Modell in Lizenz und Wartung aufteilen, werden die Subskriptionszahlungen bei GK **der Umsatzart Wartung** zugerechnet.

Hintergrund: Klassisches Lizenzmodell vs. Subskriptionsmodell

Statt der initialen Lizenzzahlung und anschließender Zahlungen für die Wartung, entrichtet ein Kunde, der sich für ein Subskriptions-/SaaS-Modell entscheidet, (gleichbleibende) Subskriptionszahlungen über die gesamte Nutzungsdauer hinweg. Im ersten Jahr einer neuen Kundenbeziehung führt das klassische Lizenzmodell zu deutlich höheren Umsätzen (und Ergebnissen) als das Subskriptionsmodell, danach übersteigen die jährlichen Subskriptionen aber die klassischen Wartungsumsätze. Vereinfachend kann davon ausgegangen werden, dass die kumulierten Umsätze aus beiden Modellen im dritten Nutzungsjahr einander in etwa entsprechen – eine derartige Preis-Kalkulation ist marktüblich. D.h. ab dem vierten Jahr einer Kundenbeziehung ist das SaaS-Modell für den Softwareanbieter in der kumulierten Umsatzbetrachtung vorteilhafter. Aber auch für den Kunden ergeben sich aus dem Subskriptionsmodell Vorteile, wie z.B. eine geringere Kapitalbindung und beim Betrieb als Full-Service-Angebot aus der Cloud auch Einsparungen bei Hardware und eigenem Personal. (Die allgemeinen technischen Vorteile einer Cloud-Lösung stehen den GK-Kunden in beiden Abrechnungsmodellen offen.)

Sanfter Übergang

Trotz der temporär belastenden Umsatzeffekte der SaaS-Transition zeigte GK auch in Q4 2017 insgesamt einen leichten Umsatzanstieg gegenüber dem Vorjahresquartal. Bei großen Softwareunternehmen wie Adobe und Autodesk wurde die letztlich erfolgreiche Umstellung auf ein Subskriptionsmodell von Umsatzrückgängen in mehreren aufeinanderfolgenden Quartalen begleitet. Diese Gefahr sehen wir bei GK nicht, da ein „sanfter“ Übergang erfolgt, d.h. **der Kunde entscheidet**, ob er ein Subskriptionsmodell oder die klassische Lizenzierung wünscht. Darüber hinaus dürften die zunehmende Internationalisierung und das Wachstum im Bestandskundengeschäft dazu beitragen, dass die Gesellschaft auch 2018 das dynamische Wachstum fortsetzen kann. Ab 2020ff dürften die Subskriptionen dann auch den Margenausbau anschieben.

Umsatzqualität

Die **Wartungserlöse** (Umsatzvolumen 2017: € 29,2 Mio.; +38,7%) sind eine sehr zuverlässige Umsatzsäule mit hohem Wachstum geworden und umfassen neben der klassischen **Wartung** auch **Subskriptionserlöse**. Beides hat wiederkehrenden Charakter und dürfte mittelfristig eine weitere Glättung der Umsatzentwicklung bewirken. In Bezug auf die **Erbringung von IT-Dienstleistungen für Bestandskunden** hat GK Software 2017 mit kundenindividuell entwickelter Software erstmals eine (aus

IT-Services abgeleitete) Umsatzkategorie geschaffen, die über die verpflichtende Wartung ebenfalls wiederkehrende Umsätze generiert. Die 11/2017 vollzogene Übernahme der prudsys fügt sich gut in die GK-Lösungswelt ein (es gibt auch eine Reihe gemeinsamer Kunden) und eröffnet Cross-Selling-Potenziale. Gerade das Kernprodukt **rde** (Realtime Decisioning Engine) liefert in Bezug auf "**Dynamic Pricing**" einen hohen Mehrwert für die Einzelhändler: Optimale Preis-Absatz-Funktionen und Preiselastizitäten können unter Beachtung aller verfügbaren Einflussfaktoren in Echtzeit berechnet werden. Hierdurch können – gerade im Onlinebereich - erhebliche Gewinnpotenziale für die Händler erschlossen werden.

Positives Makroumfeld

Auch 2017 profitierte der Handel von positiven Rahmenbedingungen. Der deutsche Einzelhandel erzielte Rekordumsätze und auch europaweit wurden **inflationbereinigt Umsatzanstiege** verzeichnet. Das Investitionsumfeld im Handel dürfte günstig bleiben: Laut dem EHI Retail Institute gaben 66% der befragten Filialisten an, ihre POS-Systeme bis 2020 erneuern zu wollen. Bezogen auf die IT gehen 95% von konstanten oder steigenden Budgets aus. 39% sehen Cloud-Dienste auch im Handel auf dem Vormarsch, **54% billigen Omni-Channel-Projekten höchste Priorität zu**. Eine Entwicklung, die auch dadurch begünstigt worden sein dürfte, dass Omni-Channel-Händler auch 2017 ihre Umsätze überproportional steigern konnten und auch schneller wuchsen als reine Online-Marktplätze.

Bewertung

Wir haben unsere Schätzungen nach Vorlage des GB 2017 überarbeitet. Die einsetzende Transition vom Lizenz- hin zu einem SaaS-Geschäftsmodell dürfte das Wachstum, dass wir in den kommenden Jahren weiterhin klar oberhalb von 10% p.a. sehen, glätten – die dynamische Wachstumsphase insgesamt aber strecken. Große Unbekannte hierbei ist die Geschwindigkeit der Transition, eine sehr starke Präferenz für das Subskriptionsmodell würde das Wachstum in der kurzen Frist stärker dämpfen. Bezogen auf die Margen gehen wir für 2018 von einem deutlichen Anstieg aus, getrieben auch von gesteigerter Prozesseffizienz in den außereuropäischen Märkten und entfallenden Einmaleffekten, die 2017 das Ergebnis drückten. Gegenläufigen Einfluss auf das Ergebnis könnten ein sehr hoher SaaS-Anteil bei Neuprojekten, die Erschließung neuer regionaler Märkte (wo initial nicht die gleiche Effizienz erreicht werden kann wie in Europa), sowie Projektverschiebungen haben. Die **DCF-Bewertung** liefert auf Basis der neuen Schätzungen einen fairen Wert von € 150,60 pro Aktie. Auch die **Peer-Analyse** impliziert auf Basis des laufenden Jahres deutliches Kurspotenzial. Bemerkenswert ist, dass GK gemäß den Markterwartungen hinter Shopify das wachstumsstärkste Peer-Unternehmen (im Zeitraum 2017a bis 2020e) ist. Bei gleicher Gewichtung beider Bewertungsmethoden ergibt sich ein Fairer Wert pro Aktie von **€ 155,80**.

Tabelle 01: Peer-Bewertung

Unternehmen	Mkap in € Mio. (akt.)	KGV (2018e)	EV/Umsatz (2018e)	EV/EBITDA (2018e)	EV/EBIT (2018e)	Umsatz CAGR 2017e-20e (in %)
Zebra Technologies Corp	5.025,5	14,5	2,36	12,1	13,6	3,1
NCR Corp	2.291,6	8,3	1,00	5,0	7,7	1,5
Manhattan Associates Inc	2.018,7	28,7	4,94	19,1	20,3	-3,5
Vectron Systems AG	177,2	49,6	5,13	176,6	264,8	11,5
Diebold Nixdorf Inc	624,2	11,6	0,62	7,3	12,9	1,2
Mettler-Toledo International Inc	9.819,7	27,3	5,21	19,9	21,7	6,4
Atoss Software AG	351,5	32,3	5,25	18,7	19,7	11,8
Shopify Inc	10.055,8	1208,4	11,76	329,6	2223,7	39,6
Intershop Communications AG	53,7	99,7	1,30	n.a.	72,3	11,6
MEDIAN	2.018,7	28,7	4,9	18,9	20,3	
GK Software SE	220,8	26,6	2,1	13,4	18,0	14,9
Abschlag/Aufschlag		-7,2%	-58,1%	-29,3%	-11,4%	
<i>Impliziter fairer Wert</i>		144,76	313,05	190,28	156,65	
<i>Größenabschlag</i>					20,0%	
Fairer Wert (gesamt)					160,95	

Quelle: Thomson Reuters (Marktschätzungen); EQUI.TS (GK Schätzungen)

Tabellenanhang

GuV (in EURm)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatzerlöse	62,602	77,333	90,452	106,750	121,978	137,346
Bestandsveränderung f./unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktivierte Eigenleistungen	0,525	0,382	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	1,726	1,769	5,197	6,133	7,008	7,891
Gesamtleistung	64,853	79,483	95,649	112,884	128,987	145,237
Materialaufwand	-8,266	-7,681	-8,530	-9,266	-10,027	-10,731
Bruttoergebnis	56,587	71,802	87,119	103,618	118,959	134,507
Personalaufwand	-39,668	-47,669	-57,809	-64,773	-74,232	-83,803
Sonstige betr. Erträge / Aufwendungen	-14,742	-16,330	-20,537	-22,305	-25,304	-28,309
EBITDA	2,177	7,803	8,773	16,540	19,423	22,395
Abschreibungen/Amortisation	-3,453	-3,861	-3,780	-4,264	-4,536	-4,771
EBIT	-1,276	3,942	4,993	12,276	14,888	17,623
Finanzergebnis	-0,107	-0,491	-0,653	-1,207	-1,110	-1,010
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	-1,383	3,452	4,340	11,070	13,778	16,614
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,117	-0,626	-0,456	-2,823	-4,134	-4,985
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,002	0,052	0,052	0,052
Nettoergebnis	-1,500	2,826	3,885	8,298	9,696	11,681
Bereinigungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bereinigtes Nettoergebnis	-1,500	2,826	3,885	8,298	9,696	11,681
Gewichtete Anzahl Aktien	1,89	1,89	1,90	1,92	1,92	1,92
Gew. Anzahl Aktien (verw.)	1,97	2,00	1,95	1,95	1,95	1,95
EPS	-0,79	1,50	2,05	4,32	5,05	6,09
EPS bereinigt	-0,79	1,50	2,05	4,32	5,05	6,09
EPS verwässert/bereinigt	-0,76	1,41	2,00	4,25	4,96	5,98
DPS	0,00	0,00	0,00	0,00	0,76	1,22

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose)

Kapitalflussrechnung (in EURm)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
CF aus operativer Geschäftstätigkeit	2,196	3,699	15,224	8,637	10,572	12,762
CF aus Investitionstätigkeit	-18,583	-5,099	-9,278	-5,129	-3,361	-3,706
CF aus der Finanzierungstätigkeit	12,574	-2,119	19,121	-2,000	-2,000	-3,454
Veränderung der Zahlungsmittel	-3,813	-3,519	25,067	1,508	5,211	5,602
Flüssige Mittel am Periodenende	7,377	6,017	30,479	31,987	37,198	42,800

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose)

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende des Dokuments -

Bilanz (in EURm)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Anlagevermögen	30,944	32,736	39,575	40,441	39,266	38,201
Imm. Vermögenswerte	25,190	23,828	25,359	23,409	21,609	20,109
Sachanlagen	5,753	8,902	14,183	16,999	17,624	18,058
Finanzanlagen	0,002	0,007	0,033	0,033	0,033	0,033
Umlaufvermögen	33,074	33,963	61,424	67,226	76,449	86,100
Vorräte	1,655	1,180	0,990	1,169	1,336	1,504
Forderungen aus LuL	19,100	21,512	22,839	26,955	30,800	34,680
Sonstige Forderungen	4,943	5,254	7,116	7,116	7,116	7,116
Kasse und Wertpapiere	7,377	6,017	30,479	31,987	37,198	42,800
Sonstiges Aktiva	3,742	4,915	5,599	5,599	5,599	5,599
Summe Aktiva	67,760	71,615	106,598	113,266	121,313	129,899
Eigenkapital	28,967	31,654	38,669	46,915	56,559	66,734
Rücklagen	28,967	31,654	37,598	45,831	55,462	65,623
Anteile Dritter	0,000	0,000	1,071	1,084	1,098	1,111
Rückstellungen	4,081	3,222	3,226	3,316	3,411	3,510
Verbindlichkeiten	32,085	33,183	59,364	57,695	56,004	54,316
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,723	14,763	32,323	30,323	28,323	26,323
Verbindlichkeiten aus LuL	2,091	2,187	1,835	2,166	2,475	2,787
Sonstige nichtinstr. Verbindlichk.	15,271	16,233	25,206	25,206	25,206	25,206
Sonst. Verbindlichkeiten	2,628	3,555	5,340	5,340	5,340	5,340
Summe Passiva	67,760	71,615	106,598	113,266	121,313	129,899

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUITS (Prognose)

Kennzahlen	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	1,19	1,28	2,03	2,07	1,81	1,61
EV/EBITDA	34,17	12,67	20,90	13,37	11,38	9,87
EV/EBIT	-58,32	25,08	36,72	18,01	14,85	12,54
KGV bereinigt	-43,72	31,27	46,22	26,59	22,76	18,89
KGV verwässert und bereinigt	-43,72	31,27	46,22	26,59	22,76	18,89
PCPS	24,45	15,24	23,50	17,44	15,40	13,33
Preis/Buchwert	2,26	2,79	4,78	4,82	3,98	3,36
Rentabilitätskennzahlen in %						
EBITDA-Marge	3,5%	10,1%	9,7%	15,5%	15,9%	16,3%
EBIT-Marge	-2,0%	5,1%	5,5%	11,5%	12,2%	12,8%
Vorsteuermarge	-2,2%	4,5%	4,8%	10,4%	11,3%	12,1%
Nettomarge	-2,4%	3,7%	4,3%	7,8%	7,9%	8,5%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	0,7%	n.m.	7,0%	9,0%	9,4%
ROE	-5,0%	9,3%	11,0%	19,3%	18,6%	18,9%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in T€)	84,7	94,4	94,1	102,7	111,8	119,9
Personalaufwand/Mitarbeiter (in T€)	53,7	58,2	60,2	62,3	68,0	73,2
Nettoerg./Mitarbeiter (in T€)	-2,0	3,5	4,0	8,0	8,9	10,2
Anzahl Mitarbeiter	739	819	961	1039	1091	1146
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	42,7%	44,2%	36,3%	41,4%	46,6%	51,4%
Gearing	133,9%	126,2%	175,7%	141,4%	114,5%	94,7%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	1,1%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	1,42	3,07	4,02	6,59	7,47	8,62
Free-Cash-Flow pro Aktie	-8,45	0,27	-0,27	3,92	5,71	6,69
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	5,5%	5,0%	4,2%	4,0%	3,7%	3,5%
Capex/Umsatz	29,8%	6,8%	9,0%	4,8%	2,8%	2,7%
Working Capital/Umsatz	29,8%	26,5%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%
Steuerquote	-8,5%	18,1%	10,5%	25,5%	30,0%	30,0%

Quelle: EQUITS

DISCLAIMER

MiFID II-Hinweis: Diese Studie wurde ausschließlich auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: EQUITS GmbH

Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst, und Thomas Schießle, Analyst.

Die EQUITS GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	22.05.2017	Halten	€ 80,40
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	08.06.2017	Halten	€ 84,70
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	13.09.2017	Halten	€ 135,00
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	07.11.2017	Halten	€ 135,70
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	21.11.2017	Kaufen	€ 135,70
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	06.12.2017	Kaufen	€ 136,00
GK SOFTWARE SE	D.Grossjohann/T.Schießle	07.05.2018	Kaufen	€ 155,80

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, es wurden anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die EQUI.TS GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

HALTEN: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der Erstveröffentlichung der Finanzanalyse:

(07.05.2018)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

(Schlusskurse vom 04.05.2018)

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. EQUI.TS GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte durch Verwendung der folgenden Zahlenhinweise:

1. Der Verfasser hält eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5% des Grundkapitals,
2. Der Verfasser war in den letzten zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten öffentlich herausgab,
3. Der Verfasser erstellt Kauf- / Verkaufsgeschäfte über die analysierten Inhalte,
4. Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Verfasser und dem Emittenten,
5. Der Verfasser gehört zu einem Kontrollorgan des Emittenten oder übt in anderer Weise eine entsprechende Kontrollfunktion aus,
6. Der Verfasser hat die Analyse auf Basis einer Vereinbarung (vergüteter Auftrag) erstellt,
7. Der Verfasser erhält Zahlungen von dem Emittenten,

8. Der Verfasser hat in den letzten zwölf Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking geschlossen, eine Leistung oder ein entsprechendes Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten

Bei der vorliegenden Finanzanalyse trifft Interessenskonflikt 6. zu.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

Dieses Dokument wurde von der EQUI.TS GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.

Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der EQUI.TS GmbH zulässig.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.

Dieses von EQUI.TS GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von EQUI.TS GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann EQUI.TS GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens EQUI.TS GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von EQUI.TS GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von EQUI.TS GmbH berichtigt werden, ohne dass EQUI.TS GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.