

12. September 2018
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Die Dynamik in den USA
nimmt spürbar zu

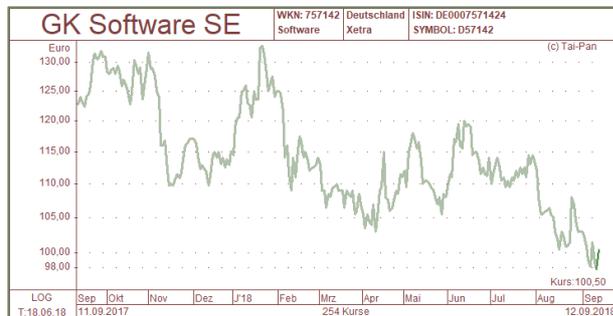
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 97,80 Euro | Kursziel: 141,50 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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: | 1.147 |
| Rechnungslegung: | IFRS |
| ISIN: | DE0007571424 |
| Kurs: | 97,80 Euro |
| Marktsegment: | Prime Standard |
| Aktienanzahl: | 1,92 Mio. Stück |
| Market-Cap: | 188,3 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 188,3 Mio. Euro |
| Free Float: | ca. 46,1 % |
| Kurs Hoch/Tief (12M): | 135,50 / 97,40 Euro |
| Ø Umsatz (Xetra, 12 M): | 194,6 Tsd. Euro / Tag |

GK Software hat im ersten Halbjahr den Umsatz um 11 Prozent gesteigert und damit das hohe Wachstum fortgesetzt. Getragen wurde die Expansion erneut von dem lebhaften Neukundengeschäft, das sich allein im Berichtszeitraum in der Gewinnung von sieben Händlern bemerkbar machte. Darunter war auch ein großes Handelsunternehmen aus den USA, dem GK Software eine starke Signalwirkung beimisst, und dem seit Juli bereits drei weitere US-Retailer gefolgt sind. Damit scheint GK Software auch in den USA, dem weltweit größten Einzelmarkt, den Durchbruch geschafft zu haben. Weiterer Rückenwind ist von einer gerade in den USA viel beachteten Auszeichnung durch Forrester zu erwarten, in der GK Software als technologisch führend an erster Stelle genannt wird. Vor dem Hintergrund dieser Trends hat GK Software seine Prognose bestätigt und peilt für dieses Jahr weiterhin eine EBIT-Marge von 15 Prozent an. Sollte dieses Vorhaben gelingen, winkt der Aktie ein gewaltiger Kurssprung, da die aktuelle Kursentwicklung eher von einer skeptischen Haltung der Anleger geprägt zu sein scheint. Auch wir haben in unserer Margenschätzung zwar einen Wert deutlich unterhalb dieses Niveaus angesetzt, sehen aber dennoch Potenzial für einen kräftigen Ergebnis- und Kurssprung.

| GJ-Ende: 31.12. | 2015 | 2016 | 2017 | 2018e | 2019e | 2020e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 62,6 | 77,3 | 90,5 | 108,5 | 124,8 | 140,4 |
| EBIT (Mio. Euro) | -1,3 | 3,9 | 5,0 | 8,9 | 13,9 | 17,6 |
| Jahresüberschuss | -1,5 | 2,8 | 3,9 | 5,6 | 9,5 | 12,1 |
| EpS | -0,79 | 1,50 | 2,05 | 2,93 | 4,91 | 6,29 |
| Dividende je Aktie | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,25 |
| Umsatzwachstum | 40,3% | 23,5% | 17,0% | 20,0% | 15,0% | 12,5% |
| Gewinnwachstum | - | - | 37,4% | 45,5% | 67,5% | 28,0% |
| KUV | 3,01 | 2,43 | 2,08 | 1,73 | 1,51 | 1,34 |
| KGV | - | 66,6 | 48,5 | 33,3 | 19,9 | 15,5 |
| KCF | 85,8 | 50,9 | 12,4 | 20,4 | 14,3 | 12,3 |
| EV / EBIT | - | 47,8 | 37,7 | 21,2 | 13,5 | 10,7 |
| Dividendenrendite | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,3% |

Hohe Dynamik im Kerngeschäft

In den ersten sechs Monaten 2018 hat GK Software 49,1 Mio. Euro umgesetzt und damit den Vorjahreswert um 11,1 Prozent übertroffen. Im Kerngeschäft GK/Retail betrug das Wachstum sogar 17,5 Prozent, was auf Konzernebene durch Rückgänge in den beiden Randsegmenten SQRS und IT-Services etwas gedämpft wurde. Getragen wurde das Wachstum von einem lebhaften Neugeschäft sowie von den zahlreichen Rollout-Projekten infolge der letztjährigen Vertriebsfolge. Für das erste Halbjahr berichtet GK Software über den Gewinn von sieben neuen Kunden, was sich in einem Anstieg der Erlöse aus Produktlizenzen um fast 19 Prozent auf 6,6 Mio. Euro niedergeschlagen hat. Die Umsätze aus Dienstleistungen sind hingegen um 2,6 Prozent geschrumpft, was allerdings dem veränderten Ausweis der Umsätze mit kundenindividueller Softwareentwicklung geschuldet ist. Diese werden seit diesem Jahr den Lizenzeinnahmen zugerechnet und beliefen sich im ersten Halbjahr auf 4,0 Mio. Euro. Nach alter Darstellung wären die Dienstleistungserlöse um fast 15 Prozent gestiegen. Die Wartungserlöse haben sich auf Konzernebene lediglich um 2,9 Prozent erhöht, was hauptsächlich auf den Verlust eines größeren Kunden im Segment IT-Services zurückzuführen ist, der die Leistung nach Unternehmensangaben wieder insourcen möchte und dessen Abgang maßgeblich zu einem Rückgang des Segmentumsatzes um ein Fünftel geführt hat. Im Kerngeschäft GK/Retail sind die Wartungserlöse hingegen weiter dynamisch gewachsen, um 20,5 Prozent auf 10,2 Mio. Euro bzw. auf 23 Prozent der Segmenterlöse.

Durchbruch in den USA

Eine besondere Bedeutung misst GK Software der Gewinnung des US-amerikanischen Einzelhändlers Hy-Vee bei, der mit seinen 245 Hypermärkten in acht Bundesstaaten zu den Top-20 des US-Marktes gehört. Die von diesem Abschluss ausgehende Signalwirkung dürfte nach Einschätzung des Unternehmens maßgeblich dazu beigetragen haben, dass sich inzwischen drei weitere US-Händler für GK Software entschieden haben – darunter ein weiterer Top-20 Anbieter. Da diese drei Abschlüsse erst nach dem Halbjahresstichtag zustande gekommen sind, werden die

entsprechenden Lizenzerlöse erst in den Zahlen des dritten Quartals sichtbar sein.

Halbjahresergebnis im Minus

Ähnliches gilt nach Unternehmensangaben auch für Dienstleistungserlöse im signifikanten Umfang, die im ersten Halbjahr aus projektspezifischen Gründen noch nicht umsatzwirksam geworden sind. Dadurch sowie durch die noch bestehenden Ineffizienzen im nordamerikanischen Dienstleistungsgeschäft blieb das Umsatzwachstum des ersten Halbjahrs noch hinter der weiterhin hohen Kostendynamik, was sich in einer Verschlechterung der Ergebnissituation niedergeschlagen hat: Das EBITDA hat sich auf 2,4 Mio. Euro halbiert, während das Vorsteuerergebnis und das Nettoergebnis mit -0,5 Mio. Euro bzw. -0,1 Mio. Euro in die roten Zahlen gerutscht sind.

| Geschäftszahlen | HJ 2017 | HJ 2018 | Änderung |
|-------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz | 44,14 | 49,05 | +11,1% |
| Lizenzen | 5,56 | 10,64 | +91,5% |
| Dienstleistungen | 23,47 | 22,86 | -2,6% |
| Wartung | 13,58 | 13,98 | +2,9% |
| EBITDA | 5,29 | 2,39 | -54,8% |
| EBITDA-Marge | 12,0% | 4,9% | |
| EBIT | 3,58 | 0,07 | -98,0% |
| EBIT-Marge | 8,1% | 0,1% | |
| Vorsteuerergebnis | 3,37 | -0,52 | - |
| Vorsteuermarge | 7,6% | -1,1% | |
| Nettoergebnis | 2,30 | -0,12 | - |
| Netto-Marge | 5,2% | -0,2% | |

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Hoher Kostenanstieg

Getrieben wurde die Kostenentwicklung von dem anhaltend hohen Personalwachstum, mit dem GK Software die globale Liefer- und Projektfähigkeit immer mehr ausbaut. Die durchschnittliche Anzahl der Mitarbeiter lag im ersten Halbjahr mit 1.073 um 17 Prozent über dem Niveau des Vorjahrs, allein zwischen dem Jahreswechsel und dem Halbjahresstichtag

wurde die – stichtagsbezogene – Zahl der Mitarbeiter um 136 bzw. um 13 Prozent erhöht. In der GuV machte sich die Expansion in einem fast 20-prozentigen Anstieg des Personalaufwands bemerkbar. Der sonstige betriebliche Aufwand, in dem sich Positionen wie Mieten, Reisekosten, Personalakquise und Vertriebskosten wiederfinden, legte sogar um fast ein Drittel zu (+31,9 Prozent). Im vergleichbaren Umfang (+35,4 Prozent) erhöhten sich auch die Abschreibungen, was das Unternehmen unter anderem mit der Amortisation der Kaufpreisbestandteile der letztjährigen prudsys-Übernahme begründet.

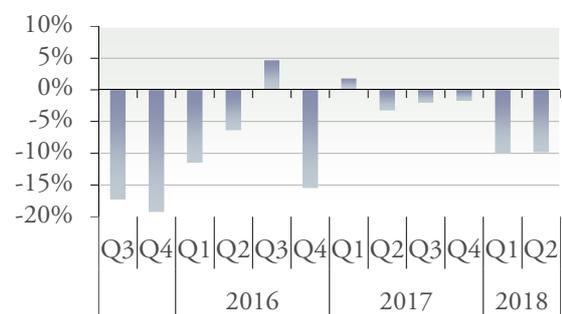
Free-Cashflow negativ

Aufgrund des schwächeren Ergebnisses ist auch der operative Cashflow des ersten Halbjahrs deutlich gesunken. Insgesamt reduzierte sich der Mittelzufluss von 10,6 Mio. Euro im Vorjahr auf nur noch 0,2 Mio. Euro. Der größte Teil dieser Differenz ist allerdings auf einen hohen Sondereffekt im Vorjahr zurückzuführen (Überzahlung eines Kunden), der seinerzeit für einen kräftigen Anstieg der sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten gesorgt hatte. Da sich zudem die Auszahlungen für Investitionen vor allem aufgrund der Standorterweiterung am Stammsitz in Schöneck auf 6,9 Mio. Euro nahezu verdoppelt haben, ist der Free-Cashflow deutlich negativ ausgefallen. Zusammen mit der planmäßigen Nettotilgung führte dies zu einem Rückgang der liquiden Mittel um 8,5 Mio. Euro auf 22,9 Mio. Euro

Bestandsgeschäft weiter defizitär

Die teilweise ins zweite Halbjahr verschobenen Dienstleistungsumsätze bei gleichzeitig ungebrochener Kostendynamik sorgten im ersten Halbjahr für eine Verschlechterung der von uns als Maß der Profitabilität im Bestandsgeschäft beobachteten hypothetischen EBITDA-Marge, bei deren Berechnung sowohl der Umsatz als auch das EBITDA um die Lizenz Erlöse (nur Produktlizenzen) bereinigt werden. Diese lag in beiden Quartalen bei rund -10,0 Prozent und spiegelt vor allem die noch unbefriedigende Effizienz im nordamerikanischen Projektgeschäft wider. Allerdings zeigt sich das Unternehmen ungebrochen optimistisch, diesbezüglich noch im Laufe dieses Jahres sehr deutliche Fortschritte zeigen zu können.

Hypothetische EBITDA-Marge ohne Lizenz Erlöse



Quelle: Unternehmen

Prognosen bestätigt

Aufgrund dieser Überzeugung und in Erwartung deutlich steigender Lizenz Erlöse hat das Management in dem Halbjahresbericht seine Prognosen bestätigt. Damit hält GK Software weiter an dem Ziel fest, mit der EBIT-Marge im Kerngeschäft schon dieses Jahr die Größenordnung von über 15 Prozent zu erreichen und sie in den nächsten Jahren auf diesem Niveau halten zu wollen. Für den Umsatz wird weiterhin angestrebt, ihn bis 2020 gegenüber 2017 in etwa auf das Anderthalbfache zu steigern, was einem Umsatzziel von über 135 Mio. Euro entsprechen dürfte. Wie schon bisher, betont der Vorstand mit Verweis auf gesamtwirtschaftliche Risiken, den Fortgang von Großprojekten und die Kosten der weiterhin forcierten globalen Expansion, dass diese Entwicklung allerdings nicht zwingend stetig verlaufen muss.

Exzellente Wettbewerbssituation

Unabhängig davon, ob die angepeilte Profitabilitätsverbesserung schon in diesem Jahr gelingt, befindet sich GK Software grundsätzlich auf einem sehr guten Weg. Das hohe Wachstum und die sehr dynamische Neukundengewinnung sorgen dafür, dass GK Software den eigenen Marktanteil rasch ausbaut und damit die eigene Marktposition für die nächsten Jahre festigt. Einer vom Unternehmen zitierten Marktstudie zufolge besitzt GK Software im westeuropäischen Einzelhandel aktuell einen Marktanteil von 43 Prozent (gemessen an der Zahl der Neuinstallationen), global stammt jede zehnte neuinstallierte Kassensoftware bei einem Tier-1-Retailer aus Sachsen. Damit

nutzt GK Software konsequent die anhaltende Schwäche der Wettbewerber, die zum Beispiel in der jüngsten Gewinnwarnung von Diebold Nixdorf zum Ausdruck kam. Vor allem aber profitiert GK Software von der derzeitigen Innovationsführerschaft, die dem Unternehmen auch in der jüngsten Forrester-Studie eindrucksvoll bescheinigt wird. Darin wird die Kernlösung OmniPOS vor allem aufgrund ihrer Omnichannel-Fähigkeit als klar marktführend bezeichnet. Diese Auszeichnung dürfte vor allem in den USA, wo sie eine starke Beachtung findet, für weiteren Rückenwind in der Neukundengewinnung sorgen. Mit der Integration der umfassenden KI-Funktionalitäten von prudsys sowie mit der Erschließung weiterer Segmente (Tankstellen, Gastronomie, kleinere Händler) hat GK Software darüber hinaus im Laufe der letzten zwölf Monate weitere Weichenstellungen vorgenommen, um das hohe Wachstumstempo abzusichern. Bezüglich der Tankstellen konnten inzwischen erste Pilotkunden gewonnen werden, mit denen die Produkterweiterung umgesetzt werden sollen.

Schätzungen leicht modifiziert

Umsatzseitig lagen die Halbjahreszahlen im Rahmen unserer Erwartungen, weswegen wir unsere Umsatzschätzung von 108,5 Mio. Euro unverändert lassen. Ergebnisseitig hatten wir hingegen erwartet, dass die berichteten Fortschritte im Hinblick auf die Effizienz der Aktivitäten in Nordamerika bereits im Zahlenwerk sichtbar sein würden. Dass dies noch nicht der Fall war, bedeutet nicht, dass GK Software den angekündigten Profitabilitätssprung im laufenden Jahr nicht schaffen könnte. Es bedeutet aber, dass sich die Entscheidung über die Ergebnisentwicklung auf die letzten Monate und vielleicht sogar Wochen des Jahres verdichtet. Das betrifft sowohl die Lizenzeinnahmen, als auch die Realisierung der bislang noch nicht umsatzwirksamen Leistungen im Dienstleistungsgeschäft. Aus Vorsicht bleiben wir deswegen mit unseren Margenschätzungen weiterhin spürbar unter dem Ziel des Managements. Da sich darüber hinaus der Personalaufwand im ersten Halbjahr stärker entwickelt hat als von uns bisher unterstellt, haben wir die für 2018 erwartete Marge gegenüber unserer Studie aus dem Juni etwas abgesenkt und rechnen nun mit einer EBIT-Marge von 8,2 Prozent. In absoluten Zahlen entspricht das einer EBIT-Erwartung von 8,9

| Mio. Euro | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 108,5 | 124,8 | 140,4 | 154,5 | 168,4 | 181,8 | 194,6 | 208,2 |
| Umsatzwachstum | | 15,0% | 12,5% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,0% | 7,0% |
| EBIT-Marge | 8,2% | 11,2% | 12,5% | 13,6% | 14,6% | 14,8% | 14,9% | 15,0% |
| EBIT | 8,9 | 13,9 | 17,6 | 21,1 | 24,7 | 26,9 | 29,0 | 31,2 |
| Steuersatz | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 2,7 | 4,2 | 5,3 | 6,3 | 7,4 | 8,1 | 8,7 | 9,4 |
| NOPAT | 6,2 | 9,7 | 12,3 | 14,7 | 17,3 | 18,8 | 20,3 | 21,8 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 4,5 | 4,9 | 4,6 | 4,4 | 4,3 | 4,3 | 4,2 | 4,2 |
| + 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 | 10,7 | 14,6 | 16,9 | 19,2 | 21,6 | 23,1 | 24,5 | 26,1 |
| - Zunahme Net Working Capital | -0,9 | -1,2 | -1,4 | -1,6 | -1,9 | -2,1 | -2,3 | -2,6 |
| - Investitionen AV | -8,8 | -3,5 | -3,8 | -3,9 | -4,1 | -4,2 | -4,3 | -4,3 |
| Free Cashflow | 1,0 | 9,9 | 11,7 | 13,6 | 15,6 | 16,8 | 17,9 | 19,1 |

SMC Schätzmodell

Mio. Euro und, korrespondierend damit, einem Gewinn nach Steuern in Höhe von 5,6 Mio. Euro. Neben dem erhöhten Ansatz für den Personalaufwand hat sich darin auch die Korrektur der Schätzung des Volumens der aktivierten Entwicklungsleistungen bemerkbar gemacht. Während wir bisher davon ausgegangen waren, dass GK Software die Entwicklungsaktivitäten weiterhin zumindest in dem bisherigen Umfang aktivieren würde, hat das Unternehmen im ersten Halbjahr hierauf komplett verzichtet. Da wir diese Anpassung auch in den Folgejahren fortgeschrieben haben, hat sich hieraus eine kleine Änderung der für die Folgejahre geschätzten Margen ergeben. Am Ende des Detailprognosezeitraums im Jahr 2025 kalkulieren wir nun mit einer EBIT-Marge von 15 Prozent (bisher: 15,3). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2018 bis 2025 zeigt die Tabelle auf der vorigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,8 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,0 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie: 5,4 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 35 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Wir kalkulieren folglich weiterhin mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent und arbeiten zur Risikoreduktion weiter mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums.

Kursziel: 141,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 218,1 Mio. Euro bzw. 113,28 Euro je Aktie. Zuzüglich der 25-prozentigen Übernahmeprämie, die wir seit dem SAP-Einstieg und seit

der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, liegt unser Kursziel nun bei 141,50 Euro. Gegenüber unserer letzten Studie hat sich der faire Wert somit leicht reduziert (144,50 Euro), doch gegenüber dem aktuellen Kurs, der offensichtlich von größerer Skepsis bezüglich der Zielerreichung geprägt wird, signalisiert unsere Wertermittlung ein hohes Kurspotenzial über 40 Prozent. Dabei arbeiten wir selbst mit Margenannahmen, die weit unterhalb dessen liegen, was sich GK Software für dieses Jahr zutraut. Sollte das Unternehmen seine Margenprognose schon dieses Jahr erfüllen, birgt diese vorsichtige Vorgehensweise ein hohes zusätzliches Aufwärtspotenzial für den fairen Wert. Da die Gewinnentwicklung besonders für dieses Jahr, aufgrund der ausgeprägten Abhängigkeit von dem volatilen Lizenzgeschäft aber auch in den nächsten Jahren mit einer erhöhten Prognoseunsicherheit behaftet ist, halten wir die Risikoeinstufung unserer Schätzungen mit vier von sechs möglichen Punkten weiter für gerechtfertigt.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,8 und 7,8 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 114,28 und 196,64 Euro je Aktie.

| Sensitivitätsanalyse WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum | | | | |
|------------------------------|--------------------------|--------|---------------|--------|--------|
| | 2,0% | 1,5% | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| 5,8% | 196,64 | 180,71 | 168,09 | 157,85 | 149,36 |
| 6,3% | 175,70 | 163,51 | 153,61 | 145,41 | 138,51 |
| 6,8% | 159,09 | 149,52 | 141,60 | 134,94 | 129,25 |
| 7,3% | 145,59 | 137,94 | 131,49 | 126,00 | 121,25 |
| 7,8% | 134,40 | 128,17 | 122,86 | 118,28 | 114,28 |

Fazit

Der Halbjahresbericht von GK Software war mit mehreren Erfolgsmeldungen gespickt. Neben dem weiterhin dynamischen Umsatzwachstum sind es vor allem die zahlreichen Neukunden sowie die in Branchenkreisen viel beachtete Auszeichnung als technologischer Marktführer durch Forrester. Letztgenannte dürfte die Kundenakquise in den USA zusätzlich erleichtern, nachdem GK Software dort in diesem Jahr bereits den Durchbruch geschafft und vier Händler als Kunden gewonnen hat.

Überschattet wurden diese Erfolgsmeldungen allerdings von der schwachen Gewinnentwicklung. Bedingt durch die verzögerte Umsatzwirksamkeit von einzelnen Projekten im Dienstleistungsbereich sowie durch den expansionsbedingt hohen Kostenanstieg hat GK Software beim EBIT lediglich ein ausgeglichenes Ergebnis erzielt und sich damit von dem selbst gesteckten Ziel, dieses Jahr eine EBIT-Marge von 15 Prozent zu erreichen, weiter entfernt.

GK Software zeigt sich jedoch weiterhin davon überzeugt, dies mit höheren Lizenzerlösen sowie mit den Nachholeffekten im Dienstleistungsbereich erreichen zu können und hat deswegen seine Prognose bestätigt. Auch wir gehen davon aus, dass die zweite Jahreshälfte eine sehr deutliche Ergebnisverbesserung bringen wird, sind aber aus Vorsichtsüberlegungen, wie schon bisher, in unserer Margenschätzung weit unterhalb des von GK Software ausgegebenen Ziels geblieben. Da aber auch der Börsenkurs aktuell eher eine große Skepsis bezüglich der Gewinnentwicklung widerspiegelt und dementsprechend in den letzten Monaten deutlich nachgegeben hat, sehen wir trotz unserer vorsichtigen Annahmen für die GK-Aktie ein hohes Kurspotenzial über 40 Prozent. Auf dieser Basis bekräftigen wir unser Rating „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 44,7 | 49,0 | 47,6 | 46,8 | 46,3 | 46,0 | 45,9 | 46,0 | 46,1 |
| 1. Immat. VG | 25,4 | 26,9 | 25,6 | 24,6 | 23,8 | 23,2 | 22,7 | 22,3 | 22,1 |
| 2. Sachanlagen | 14,2 | 16,9 | 16,8 | 17,0 | 17,2 | 17,5 | 17,9 | 18,3 | 18,6 |
| II. UV Summe | 61,9 | 54,5 | 63,3 | 74,3 | 83,0 | 91,7 | 99,3 | 108,1 | 117,3 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 38,7 | 44,3 | 52,9 | 63,3 | 70,7 | 78,5 | 85,3 | 92,6 | 100,3 |
| II. Rückstellungen | 3,2 | 3,5 | 3,7 | 4,0 | 4,3 | 4,5 | 4,8 | 5,0 | 5,3 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 27,8 | 27,8 | 25,4 | 23,8 | 23,1 | 22,3 | 21,5 | 21,5 | 21,5 |
| 2. Kurzfristiges FK | 36,9 | 27,9 | 28,9 | 30,0 | 31,2 | 32,4 | 33,7 | 35,0 | 36,3 |
| BILANZSUMME | 106,6 | 103,5 | 110,9 | 121,0 | 129,2 | 137,7 | 145,2 | 154,1 | 163,4 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 90,5 | 108,5 | 124,8 | 140,4 | 154,5 | 168,4 | 181,8 | 194,6 | 208,2 |
| Gesamtleistung | 90,5 | 108,7 | 125,0 | 140,6 | 154,7 | 168,6 | 182,1 | 194,8 | 208,4 |
| Rohertrag | 81,9 | 98,9 | 113,8 | 128,0 | 140,8 | 153,5 | 165,7 | 177,3 | 189,7 |
| EBITDA | 8,8 | 13,4 | 18,8 | 22,2 | 25,5 | 29,0 | 31,2 | 33,2 | 35,4 |
| EBIT | 5,0 | 8,9 | 13,9 | 17,6 | 21,1 | 24,7 | 26,9 | 29,0 | 31,2 |
| EBT | 4,3 | 8,1 | 13,5 | 17,3 | 21,0 | 24,7 | 27,1 | 29,3 | 31,6 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 3,9 | 5,6 | 9,5 | 12,1 | 14,7 | 17,3 | 19,0 | 20,5 | 22,1 |
| JÜ | 3,9 | 5,6 | 9,5 | 12,1 | 14,7 | 17,3 | 19,0 | 20,5 | 22,1 |
| EPS | 2,05 | 2,93 | 4,91 | 6,29 | 7,63 | 8,98 | 9,85 | 10,66 | 11,48 |

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CF operativ | 15,2 | 9,2 | 13,2 | 15,3 | 17,5 | 19,7 | 21,1 | 22,4 | 23,7 |
| CF aus Investition | -9,3 | -8,8 | -3,5 | -3,8 | -3,9 | -4,1 | -4,2 | -4,3 | -4,3 |
| CF Finanzierung | 19,1 | -10,0 | -3,3 | -3,4 | -7,9 | -10,3 | -12,9 | -13,3 | -14,4 |
| Liquidität Jahresanfa. | 2,8 | 27,9 | 18,4 | 24,7 | 32,9 | 38,5 | 43,8 | 47,8 | 52,7 |
| Liquidität Jahresende | 27,9 | 18,4 | 24,7 | 32,9 | 38,5 | 43,8 | 47,8 | 52,7 | 57,7 |

Kennzahlen

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 | 12 2025 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum | 17,0% | 20,0% | 15,0% | 12,5% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,0% | 7,0% |
| Rohtragsmarge | 90,6% | 91,1% | 91,2% | 91,2% | 91,1% | 91,1% | 91,1% | 91,1% | 91,1% |
| EBITDA-Marge | 9,7% | 12,4% | 15,1% | 15,8% | 16,5% | 17,2% | 17,1% | 17,1% | 17,0% |
| EBIT-Marge | 5,5% | 8,2% | 11,2% | 12,5% | 13,6% | 14,6% | 14,8% | 14,9% | 15,0% |
| EBT-Marge | 4,8% | 7,4% | 10,8% | 12,3% | 13,6% | 14,7% | 14,9% | 15,1% | 15,2% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 4,3% | 5,2% | 7,6% | 8,6% | 9,5% | 10,3% | 10,4% | 10,5% | 10,6% |

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

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

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.

1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 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 oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) 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), 4)

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: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 12.09.2018 um 11:40 Uhr fertiggestellt und am 12.09.2018 um 12:10 Uhr veröffentlicht.

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 auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um 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 Bewertungsverfahren 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

| Datum | Anlageempfehlung | Kursziel | Interessenkonflikte |
|------------|------------------|-------------|---------------------|
| 18.06.2018 | Buy | 144,50 Euro | 1), 3), 4) |
| 23.04.2018 | Buy | 143,50 Euro | 1), 3) |
| 11.12.2017 | Buy | 135,00 Euro | 1), 3) |
| 05.09.2017 | Hold | 127,50 Euro | 1), 3) |
| 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) |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, drei Updates und ein Research-Comment

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.