

04. Dezember 2018
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Glänzende Perspektiven von kurzfristigen
Ergebnissorgen überschattet

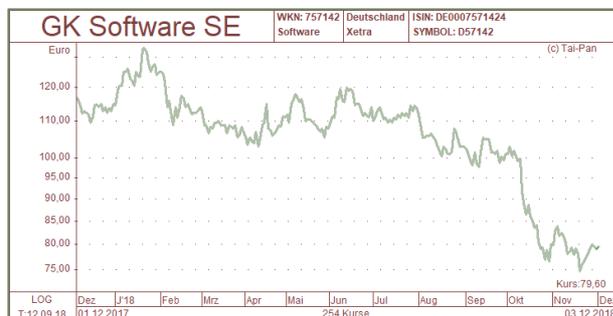
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 79,60 Euro | Kursziel: 131,00 Euro

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:	1.139
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	79,60 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	1,92 Mio. Stück
Market-Cap:	153,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	161,2 Mio. Euro
Free Float:	ca. 46,1 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	135,50 / 73,40 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	156,1 Tsd. Euro / Tag

Bei GK Software hat sich im dritten Quartal die Entwicklung der ersten Jahreshälfte wiederholt. Während der Umsatz erneut kräftig gesteigert werden konnte, blieb das Ergebnis deutlich hinter dem Vorjahresniveau zurück. In Summe der ersten neun Monate resultiert daraus ein Umsatzwachstum um 13,6 Prozent auf 74,9 Mio. Euro und ein EBIT-Rückgang auf nur noch 0,3 Mio. Euro (Vorjahr: 4,1 Mio. Euro). Eine wichtige Ursache des Ergebnisrückgangs ist der Verlust eines großen Kunden im Segment IT-Services, doch auch im Kerngeschäft GK/Retail hat sich die mangelnde Effizienz der Projektabwicklung im nordamerikanischen Geschäft belastend ausgewirkt. Diesbezüglich berichtet das Unternehmen aber von deutlichen Fortschritten und zeigt sich zuversichtlich, dieses Problem überwunden zu haben. Zum Jahresende könnte sogar die Abrechnung von bisher erbrachten, aber noch nicht umsatzwirksamen Leistungen für einen deutlich positiven Beitrag aus Nordamerika sorgen, was zusammen mit dem erwarteten Endspurt im Neukundengeschäft einen massiven Ergebnissprung ermöglichen sollte. Auf Basis dieser Erwartung und unter dem Vorbehalt ihres Eintreffens hat GK Software seine Ergebnisprognose für dieses Jahr bestätigt und will im Kerngeschäft eine EBIT-Marge von rund 15 Prozent erreichen (Vorjahr: 2 Prozent).

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	62,6	77,3	90,5	104,9	120,7	135,7
EBIT (Mio. Euro)	-1,3	3,9	5,0	6,5	12,2	15,7
Jahresüberschuss	-1,5	2,8	3,9	3,6	8,0	10,6
EpS	-0,79	1,50	2,05	1,87	4,16	5,53
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	40,3%	23,5%	17,0%	16,0%	15,0%	12,5%
Gewinnwachstum	-	-	37,4%	-7,5%	122,9%	33,0%
KUV	2,45	1,98	1,69	1,46	1,27	1,13
KGV	-	54,2	39,5	42,6	19,1	14,4
KCF	69,8	41,4	10,1	43,2	9,2	10,4
EV / EBIT	-	40,9	32,3	25,0	13,3	10,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%

Wachstumstempo weiter erhöht

Im dritten Quartal hat GK Software das Wachstumstempo weiter erhöht und hat den Umsatz um 18,6 Prozent auf 25,8 Mio. Euro gesteigert. Nach neun Monaten summiert sich der Umsatz somit auf 74,9 Mio. Euro und somit 13,6 Prozent mehr als im Vorjahr. Dabei wurde das Wachstum durch einen Umsatzrückgang in dem kleinen Segment IT-Services gebremst, dessen Erlöse sich durch den Verlust eines großen Kunden, der die Leistungen wieder insourcen möchte und dessen Abgang maßgeblich zu einem Rückgang des Segmentumsatzes um 3,2 Mio. Euro geführt hat. Dementsprechend ist das Wachstum im Kerngeschäft GK/Retail mit 22,7 Prozent deutlich stärker ausgefallen als im Gesamtkonzern.

Hohe Vertriebsdynamik

Getragen wurde das Wachstum von einem lebhaften Neugeschäft sowie von den zahlreichen Rollout-Projekten infolge der letztjährigen Vertriebsfolge, unter anderem konnte inzwischen die Implementierung bei dem indischen Ableger eines weltweit führenden Einzelhändlers abgeschlossen werden. Insgesamt berichtet GK Software über den Gewinn von acht neuen Kunden. Darunter befinden sich vier Händler aus den USA, womit GK Software im laufenden Jahr der Durchbruch in dem wichtigsten Einzelhandelsmarkt gelungen ist.

Ergebnis noch negativ

Ergebnisseitig ist die angekündigte und erwartete deutliche Verbesserung auch im dritten Quartal noch nicht eingetreten, weswegen sich die Frage nach der Ergebnisentwicklung im laufenden Jahr erst mit dem Vertriebsfolg in den letzten Wochen des Jahres entscheiden wird (siehe unten). Im dritten Quartal konnten zwar das EBITDA minimal gesteigert werden (anders als im ersten Halbjahr, in dem noch ein kräftiger Rückgang um mehr als die Hälfte ausgewiesen werden musste), doch beim EBIT, EBT und beim Nettoergebnis wurden die Vorjahreswerte nicht erreicht, unterhalb des EBIT musste sogar ein Verlust ausgewiesen werden. Kumuliert über die ersten drei Quartale ergibt sich daraus ein EBIT-Rückgang um 93 Prozent

auf 0,3 Mio. Euro und ein Periodenfehlbetrag von -1,0 Mio. Euro, nach +2,3 Mio. Euro im Vorjahr.

Geschäftszahlen	9M 2017	9M 2018	Änderung
Umsatz	65,93	74,88	+13,6%
Lizenzen	7,40	15,88	+114,5%
Dienstleistungen	34,78	39,09	+12,4%
Wartung	21,11	20,74	-1,7%
EBITDA	6,73	3,83	-43,0%
<i>EBITDA-Marge</i>	10,2%	5,1%	
EBIT	4,11	0,30	-92,6%
<i>EBIT-Marge</i>	6,2%	0,4%	
Vorsteuerergebnis	3,75	-0,75	-
<i>Vorsteueremarge</i>	5,7%	-1,0%	
Nettoergebnis	2,29	-1,03	-
<i>Netto-Marge</i>	3,5%	-1,4%	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Mehrere Belastungsfaktoren

Die unbefriedigende Ergebnisentwicklung ist auf mehrere Ursachen zurückzuführen. Dazu gehört der Umsatzausfall im Service-Segment, der ein entsprechend verschlechtertes Segmentergebnis zur Folge hatte, und vor allem die noch unbefriedigende Effizienz im nordamerikanischen Projektgeschäft. Inzwischen sieht GK Software das letztgenannte Problem aber als überwunden an und erwartet für das kommende Jahr auch für das US-Geschäft eine befriedigende Profitabilität. Demgegenüber dürften sich die Expansionskosten auch im nächsten Jahr noch spürbar bemerkbar machen, weil die rasche Internationalisierung des Geschäfts und das Wachstum des Geschäftsvolumens die Vorhaltung entsprechender Kapazitäten erforderlich machen. Dementsprechend lag der Personalstand zum 30. September mit 1.139 um 16,8 Prozent über dem Vorjahr, wobei aber ein Teil des Zuwachses auf die beiden Übernahmen von prudsys und valuephone zurückzuführen ist. Separat im dritten Quartal ist der Personalstand sogar minimal zurückgegangen, was aber laut GK keine Trendumkehr darstellen soll.

Weitere Expansion

Denn GK setzt den Wachstumskurs konsequent fort und investiert unverändert nicht nur in den Ausbau der personellen und organisatorischen Kapazitäten, sondern vor allem auch in die Weiterentwicklung der Produkte. Neben der Integration von KI-Funktionalitäten, die nach der letztjährigen Übernahme von prudsys immer mehr an Konturen gewinnen und in ersten Projekten erprobt werden, gehören dazu das Thema Mobile sowie die Entwicklung von speziellen Lösungen für weitere Marktsegmente. Bezüglich der Tankstellen konnten inzwischen erste Pilotkunden gewonnen werden, die mit der neuen Lösung schon nächstes Jahr in den produktiven Einsatz gehen wollen. Auch für den Gastronomiebereich wird die Entwicklung forciert, so dass schon 2019 eine entsprechende Lösung zur Verfügung stehen soll. Während diese beiden Produkterweiterungen auch dazu dienen, Betreiber von sehr großen Supermärkten zu adressieren, die gerade in den USA häufig auch einen Gastronomie- und Tankstellenbetrieb haben, dient eine andere Erweiterung des Produktspektrums der Erschließung des entgegengesetzten Marktsegments, der kleinen Händler. Hierfür soll auf Basis von OmniPOS eine verschlankte Version erstellt werden, die komplett als ein cloud-basiertes Abonnementmodell vertrieben wird. Auch im Hinblick auf die geographische Expansion sollen die Aktivitäten weiter forciert werden. Insbesondere möchte GK die Position in Nordamerika weiter ausbauen und weitere Regionen (vor allem Asien) systematisch angehen. Insgesamt soll durch diese kombinierte thematische und geographische Expansion das adressierbare Marktpotential vervielfacht werden.

Ausbau der Marktanteile

Mit dieser fortgesetzten Expansionsstrategie will GK die derzeitigen Wettbewerbsvorteile in hohe Marktanteils Gewinne ummünzen, mit denen die Marktposition für viele Jahre ausgebaut und gefestigt werden könnte. Die starke Wettbewerbsposition resultiert vor allem aus der Innovationsführerschaft der Software, die gerade in der aktuellen dramatischen Umbruchsituation des Einzelhandels an Gewicht gewinnt. So wurde SAP Omnichannel by GK als die führende Lösung in der aktuellen Forrester Wave ausgezeichnet,

mit Bestnoten im Hinblick auf Produktangebot und Marktpräsenz, was mit Aspekten wie Omnichannel-Fähigkeiten, Produktqualität und Cloud-Angebot begründet wurde. In Europa schlägt sich dies bereits in einer klaren Marktführerschaft nieder: Nach Erhebungen von RBR ist GK gemessen an der Zahl der Installationen in Europa inzwischen die Nummer 2, gemessen an der Zahl der Neuinstallationen sogar die Nummer 1 in Europa und Nr. 5 weltweit.

Sehr gute Vertriebspipeline

Noch viel stärker als in den Umsatzzahlen spiegelt sich die aktuelle Wettbewerbsstärke von GK Software in der Vertriebspipeline wider, die nach Unternehmensangaben in den letzten zwei Jahren weiter deutlich gewachsen ist. Dabei profitiert das Unternehmen vor allem von dem zunehmendem Geschäft im Ausland, was sich in einem deutlich gesunkenen Anteil der absolut weiter wachsenden Vertriebschancen im Heimatmarkt Deutschland bemerkbar macht. Demgegenüber hat sich der Anteil Nordamerikas an der Pipeline nach Angaben von GK Software seit 2016 verdoppelt, auf inzwischen rund 50 Prozent.

Prognosen bestätigt

Davon, wie schnell diese Pipeline in Lizenzabschlüsse umgemünzt werden kann, hängt ab, ob GK Software im laufenden Jahr die Zielsetzung, die EBIT-Marge im Kerngeschäft auf rund 15 Prozent zu erhöhen, wird erreichen können. Das Unternehmen selbst zeigt sich mit Verweis auf einige sehr weit fortgeschrittene Verhandlungen zuversichtlich und hat diese Prognose bestätigt, sie aber in Abhängigkeit von weiteren Lizenzabschlüssen gestellt, die noch bis zum Jahresende erzielt werden müssen. Für den Umsatz wird weiterhin angestrebt, ihn bis 2020 gegenüber 2017 in etwa auf das Anderthalbfache und somit auf über 135 Mio. Euro zu steigern.

Die Richtung stimmt

Auch wir halten die Zielerreichung bezüglich der EBIT-Marge im laufenden Jahr noch für möglich, wenn auch die Wahrscheinlichkeit durch die zahlenmäßige Entwicklung des dritten Quartals unseres Er-

achtens abgenommen hat. Nun hat sich die Entscheidung über die Zielerreichung auf den rechtzeitigen Abschluss einiger Vertriebsituationen zugespitzt – eine Konstellation, die bei GK schon in früheren Jahren zu beobachten war. Allerdings sehen wir die Frage entspannt, weil die grundsätzliche Entwicklung überzeugend ist. Auf Basis der Aussage des Vorstands, dass die Effizienzprobleme in Nordamerika überwunden sind und dass aus diesem Bereich im nächsten Jahr keine signifikante Ergebnisbelastung zu erwarten ist, rechnen wir deswegen für 2019 unabhängig vom diesjährigen Ergebnis mit einer deutlichen Profitabilitätsverbesserung und mit einer Rückkehr der EBIT-Marge in den zweistelligen Bereich. Dazu beitragen sollte auch, dass bis dahin die Neupositionierung der Service-Sparte, die dieses Jahr unter dem Verlust eines Großkunden gelitten und das Konzernergebnis stark belastet hat, erfolgt sein dürfte. In Verbindung mit dem weitgehenden Abschluss der Standorterweiterung in Schöneck und den in 2019 einsetzenden Rückflüssen aus der aktuellen Entwicklungsoffensive (z.B. für das Tankstellensegment) sehen wir gute Voraussetzungen für den erwarteten Gewinnprung.

Schätzungen für 2018 abgesenkt

Für das laufende Jahr haben wir aber aus Vorsichtsüberlegungen unsere Schätzungen für den Umsatz wie auch für die Marge abgesenkt. Nachdem das Wachstum in den ersten neun Monaten vor allem aufgrund des Rückgangs im Service-Segment deutlich unter der von uns geschätzten 20-Prozent-Marke geblieben ist, ist uns die daraus erwachsende Zielvorgabe für das vierte Quartal nun zu ehrgeizig erschienen, weswegen wir die Umsatzerwartung von 108,5 Mio. Euro auf 104,9 Mio. Euro reduziert haben. Hierdurch, sowie durch die erhöhte Schätzung für den Personalaufwand und den (negativen) Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen, hat sich auch unsere Schätzung der EBIT-Marge von zuletzt 8,2 auf 6,1 Prozent ermäßigt. Für das vierte Quartal entspricht das der Erwartung einer EBIT-Marge von 20,5 Prozent, was wir aus mehreren Gründen für erreichbar halten: Erstens rechnen wir für die letzten Wochen des Jahres mit nennenswerten Lizenzerlösen, zweitens wird in Q4 eine signifikante Restzahlung aus einem früheren Großprojekt ertragswirksam vereinnahmt

und drittens könnten auch die bereits in den Vorquartalen erbrachten, aber noch nicht als Umsatz verbuchten Projektleistungen zumindest teilweise in die Erlöse und in gleicher Höhe ins Ergebnis einfließen.

Free-Cashflow negativ

Deutlich stärker als in der GuV haben sich die Schätzänderungen im Cashflow niedergeschlagen. Zum einen haben wir durch die nun angenommene Verschiebung der margenstarken Umsätze in die letzten Wochen des Jahres den diesjährigen Forderungsaufbau kräftig erhöht und zum anderen die unterstellten Auszahlungen für Investitionen angehoben, woraus sich in unserem Modell für 2018 nun ein Free-Cashflow von fast -12 Mio. Euro ergibt (bisher: +1 Mio. Euro).

Änderungen in den Folgejahren

Die Anpassungen in dieser Periode haben sich teilweise auch auf die Folgejahre ausgewirkt. So hat die reduzierte Umsatzschätzung für 2018 in Kombination mit gleichgebliebenen Annahmen bezüglich der Wachstumsraten bewirkt, dass die Umsatzreihe insgesamt etwas niedriger liegt als zuvor. Auch die Margenentwicklung hat sich etwas in die Zukunft verschoben, wobei wir die Zielmarge (EBIT) weiterhin auf 15,0 Prozent taxieren. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2018 bis 2025 zeigt die Tabelle auf der nächsten 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 arbeiten zur Risikoreduk-

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	104,9	120,7	135,7	149,3	162,8	175,8	188,1	201,3
Umsatzwachstum		15,0%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	6,1%	10,1%	11,6%	12,9%	14,1%	14,5%	14,9%	15,0%
EBIT	6,5	12,2	15,7	19,3	22,9	25,5	28,0	30,2
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,9	3,6	4,7	5,8	6,9	7,7	8,4	9,1
NOPAT	4,5	8,5	11,0	13,5	16,0	17,9	19,6	21,2
+ Abschreibungen & Amortisation	4,5	5,9	5,4	5,1	4,9	4,7	4,6	4,5
+ 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	9,0	14,4	16,5	18,6	20,9	22,5	24,1	25,6
- Zunahme Net Working Capital	-4,6	2,7	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,2	-2,5
- Investitionen AV	-15,4	-3,4	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,1	-4,2
Free Cashflow	-10,9	13,7	11,4	13,2	15,1	16,4	17,8	18,9

SMC Schätzmodell

tion folglich weiter mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und kalkulieren nach wie vor im Anschluss mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Kursziel: 131,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 201,9 Mio. Euro bzw. 104,91 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 131,00 Euro. Gegenüber unserer letzten Studie hat sich der faire Wert somit reduziert (141,50 Euro), was auf die erläuterten Änderungen unserer Schätzungen zurückzuführen ist. Doch gegenüber dem aktuellen Kurs, der offensichtlich von größerer Skepsis bezüglich der Zielerreichung geprägt wird, signalisiert unsere Wertermittlung ein sehr hohes Kurspotenzial von mehr als zwei Dritteln. 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 in der aktuellen Periode, 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 104,43 und 184,94 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,8%	184,94	169,30	156,90	146,84	138,50
6,3%	164,54	152,55	142,82	134,76	127,97
6,8%	148,35	138,94	131,14	124,58	118,98
7,3%	135,19	127,65	121,30	115,88	111,21
7,8%	124,28	118,14	112,90	108,37	104,43

Fazit

Im dritten Quartal ist bei GK Software die Schere zwischen der grundsätzlichen Entwicklung und der aktuellen Ergebnissituation erneut auseinandergegangen. Während das Unternehmen am laufenden Band von strategischen Fortschritten wie der Akquise von großen Kunden, dem Abschluss von wichtigen Pilotprojekten und der wachsenden Vertriebspipeline berichtet und während auch der Umsatz dynamisch wächst, hinkt die Gewinnentwicklung dieser Dynamik deutlich hinterher. So konnte auch im dritten Quartal der Umsatz wieder um fast 20 Prozent gesteigert werden, während sich das EBIT im Vorjahresvergleich erneut verschlechtert hat. In Summe der ersten neun Monate ergeben sich daraus ein Umsatzwachstum um 13,6 Prozent und ein EBIT-Rückgang um 93 Prozent.

Die von GK für dieses Jahr in Aussicht gestellte massive Verbesserung der Profitabilität und die Rückkehr des Kerngeschäfts zum Margenniveau von rund 15 Prozent scheinen damit nach neun Monaten in sehr weite Ferne gerückt, was die Skepsis der Börse und den drastischen Kursverfall erklärt. Das Unternehmen selbst hat seine Prognose zwar bestätigt, dies aber unter den Vorbehalt des rechtzeitigen Abschlusses einiger Lizenzverträge gestellt.

Dass dies gelingt, wird von den Börsianern offensichtlich stark angezweifelt. Doch den hierdurch bedingten Kursverfall halten wir für unangemessen. Denn GK Software verfügt über eine sehr gute Marktposition und über exzellente Perspektiven, die, wenn vielleicht nicht 2018, so doch in Zukunft, für ein hohes Gewinnwachstum sorgen sollten. In einer mehrjährigen Betrachtungsweise dürfte deswegen der diesjährigen Ergebnisentwicklung nur eine untergeordnete Bedeutung zukommen. Als viel wichtiger erachten wir, dass GK Software den Marktanteil im hohen Tempo ausbaut und damit erst die Grundlagen schafft, um in den nächsten Jahren nachhaltig hohe Erträge zu generieren.

Obwohl wir in unseren Schätzungen vor allem im Hinblick auf das laufende Jahr sehr weit unter dem von GK Software in Aussicht gestellten Margenniveau bleiben, konstatieren wir auf Basis des Szenarios eines anhaltenden und zunehmend profitablen Wachstums für die Aktie ein sehr hohes Kurspotenzial bis 131,00 Euro. Auf dieser Basis bestätigen wir unser Urteil „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	55,5	53,0	51,2	50,0	49,1	48,5	48,1	47,8
1. Immat. VG	25,4	27,9	26,5	25,4	24,5	23,9	23,4	23,0	22,7
2. Sachanlagen	14,2	22,3	21,2	20,5	20,1	19,8	19,7	19,6	19,6
II. UV Summe	61,9	50,9	58,8	69,5	78,4	87,2	95,2	104,3	113,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	38,7	42,3	49,7	58,9	65,8	73,0	79,7	86,8	94,3
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	25,7	24,7	24,3	23,5	22,7	22,7	22,7
2. Kurzfristiges FK	36,9	32,9	32,7	33,2	34,1	35,3	36,5	37,7	39,0
BILANZSUMME	106,6	106,4	111,8	120,8	128,4	136,3	143,7	152,3	161,4

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	104,9	120,7	135,7	149,3	162,8	175,8	188,1	201,3
Gesamtleistung	90,5	105,1	120,9	136,0	149,5	163,0	176,0	188,3	201,5
Rohertrag	81,9	96,7	111,3	125,2	137,8	150,1	162,1	173,5	185,6
EBITDA	8,8	11,0	18,1	21,2	24,4	27,8	30,2	32,5	34,7
EBIT	5,0	6,5	12,2	15,7	19,3	22,9	25,5	28,0	30,2
EBT	4,3	5,1	11,4	15,2	18,9	22,6	25,4	28,0	30,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	3,9	3,6	8,0	10,6	13,3	15,8	17,8	19,6	21,2
JÜ	3,9	3,6	8,0	10,6	13,3	15,8	17,8	19,6	21,2
EPS	2,05	1,87	4,16	5,53	6,88	8,23	9,23	10,17	11,01

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	3,5	16,6	14,7	16,8	18,9	20,4	21,9	23,2
CF aus Investition	-9,3	-15,4	-3,4	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,1	-4,2
CF Finanzierung	19,1	-5,0	-3,9	-3,1	-7,0	-9,4	-11,9	-12,4	-13,7
Liquidität Jahresanfa.	2,8	27,9	11,1	20,4	28,4	34,3	39,9	44,3	49,6
Liquidität Jahresende	27,9	11,1	20,4	28,4	34,3	39,9	44,3	49,6	54,9

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	17,0%	16,0%	15,0%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
Rohertragsmarge	90,6%	92,2%	92,3%	92,3%	92,3%	92,2%	92,2%	92,2%	92,2%
EBITDA-Marge	9,7%	10,5%	15,0%	15,6%	16,3%	17,1%	17,2%	17,3%	17,2%
EBIT-Marge	5,5%	6,1%	10,1%	11,6%	12,9%	14,1%	14,5%	14,9%	15,0%
EBT-Marge	4,8%	4,9%	9,5%	11,2%	12,7%	13,9%	14,4%	14,9%	15,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,3%	3,4%	6,6%	7,8%	8,9%	9,7%	10,1%	10,4%	10,5%

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 04.12.2018 um 8:10 Uhr fertiggestellt und am 04.12.2018 um 08:35 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
12.09.2018	Buy	141,50 Euro	1), 3), 4)
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)

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.