

10. Juni 2022  
Research-Update

# SMC Research

## Small and Mid Cap Research



**Platz 1**  
Europe  
Industrials  
(2018)



**Platz 2**  
German  
Software & IT  
(2018)



**Platz 1**  
German  
Software & IT  
(2017)

**Mehrfacher Gewinner**  
der renommierten  
Refinitiv Analyst Awards

# GK Software SE

## EBIT-Marge im ersten Quartal über 20 Prozent

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 134,80 € | Kursziel: 188,00 € (unverändert)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

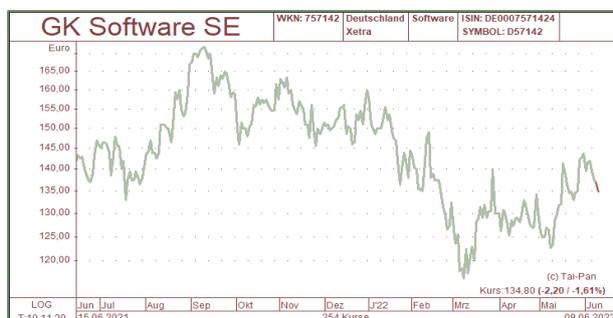
**Telefon:** +49 (0) 251-13476-93

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

**E-Mail:** kontakt@sc-consult.com

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	1.090
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Ticker:</b>	GKS:GR
<b>Kurs:</b>	134,80 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	2,26 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	304,4 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	272,7 Mio. Euro
<b>Freefloat:</b>	58,2 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	172,00 / 105,00 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	314,8 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat im ersten Quartal die erfolgreiche Entwicklung der letzten Geschäftsjahre fortgesetzt und eine gute Basis für die Erreichung der Jahresziele gelegt. Dank der guten Auftrags- und Auslastungssituation im Dienstleistungsgeschäft, den wachsenden SaaS-Einnahmen und einem sprunghaften Anstieg der Lizenzerlöse infolge der erfolgreichen Teilnahme an einer großen, weltweiten Ausschreibung konnte der Umsatz um 31 Prozent auf 39,8 Mio. Euro gesteigert werden, woraus auf der EBIT-Ebene ein Anstieg um 154 Prozent auf 8,1 Mio. Euro resultierte – gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von über 20 Prozent. Ebenfalls stark hat sich der Free-Cashflow entwickelt, der sich um knapp 10 Prozent auf 15,0 Mio. Euro erhöhte. Auch wenn gerade die Profitabilität stark mit den volatilen Lizenzerlösen schwankt, hat GK mit diesen Zahlen die eigene Prognose für das Gesamtjahr (Umsatzwachstum in der Größenordnung von 11 Prozent, EBIT-Marge zwischen 13 und 15 Prozent) stark untermauert, zumal das Unternehmen von einer weiterhin sehr gut gefüllten Vertriebs-Pipeline spricht. Auch unsere Schätzungen sehen wir nun als eher vorsichtig an, haben sie aber aus Rücksicht auf die unsichere gesamtwirtschaftliche Lage noch unverändert gelassen.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	115,4	117,6	130,8	145,2	161,2	172,5
EBIT (Mio. Euro)	3,4	10,5	17,3	19,8	23,0	25,4
Jahresüberschuss	-3,1	6,2	13,2	13,9	16,2	18,1
EpS	-1,55	3,04	5,83	6,14	7,19	7,99
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,60	1,00
Umsatzwachstum	8,8%	1,8%	11,3%	11,0%	11,0%	7,0%
Gewinnwachstum	-	-	111,8%	5,4%	17,1%	11,2%
KUV	2,64	2,59	2,33	2,10	1,89	1,76
KGV	-	49,0	23,1	22,0	18,8	16,9
KCF	-	17,2	13,1	15,4	13,7	13,0
EV / EBIT	79,4	25,9	15,8	13,8	11,8	10,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,7%

## Lizenz Erlöse fast verdreifacht

Im ersten Quartal hat GK Software den Konzernumsatz um 31 Prozent auf 39,8 Mio. Euro gesteigert. Den stärksten Zuwachs verzeichnete GK bei den Einmallizenzen (Plattformlizenzen), die sich um fast 180 Prozent erhöhten. GK berichtet diesbezüglich von der erfolgreichen Teilnahme an einer weltweiten Ausschreibung, bei der sich der Kunde erneut für GK entschieden hat. Aber auch die SaaS-Lizenzen legten mit 68 Prozent deutlich überproportional zu, wozu die Tatsache beigetragen hat, dass die Umsätze mit der Fiskalisierungslösung Fiskal Cloud im Vorjahr größtenteils erst ab April eingesetzt hatten. Ebenfalls sehr stark (+48,2 Prozent) war im ersten Quartal das Geschäft mit der Beratung und mit der Erstimplementierung der Software (Retail Consulting), worin sich die intensiven Arbeiten an der Erstellung der Pilotinstallationen und dem Rollout bei den Neukunden der letzten anderthalb Jahre widerspiegeln.

## Personalaufwand steigt nur moderat

Das Umsatzwachstum ging mit einem nur unterproportionalen Anstieg der kumulierten Kosten einher, wobei es bei den einzelnen Aufwandspositionen sehr unterschiedliche Verläufe gab. Wie schon im Vorjahr, hat sich der Materialaufwand durch den verstärkten Rückgriff auf Fremddienstleister sehr deutlich erhöht (+51 Prozent auf 3,9 Mio. Euro), womit die Materialaufwandsquote von 8,5 auf 9,8 Prozent zugelegt hat. GK begründet die Entwicklung mit der Abdeckung des Spitzenbedarfs bei Kundenprojekten durch externe Mitarbeiter sowie mit dem Anteil des Partners Bundesdruckerei an den Umsätzen mit Fiskal Cloud, der im zweiten Quartal 2021 zu einer Niveaushiftung des Materialaufwands geführt hatte und nun letztmalig den Vorjahresvergleich beeinflusste. Ebenfalls einen kräftigen Anstieg (+35 Prozent auf 5,5 Mio. Euro) gab es bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, worin sich u.a. die nach Corona wieder normalisierenden Reise- und Messeaktivitäten, höhere Ausgaben für IT-Sicherheit sowie Investitionen für den weltweiten Schutz der im letzten Jahr neu konzipierten Marke bemerkbar machen. Vergleichsweise moderat hat sich der Personalaufwand erhöht, der im ersten Quartal mit 21,8 Mio. Euro um 13 Prozent über dem Vorjahresniveau lag. Bei einer um 6 Prozent

reduzierten Mitarbeiterzahl entspricht dies allerdings einem spürbaren Anstieg der durchschnittlichen Personalkosten. Rückläufig und damit ergebnisstützend haben sich hingegen die Abschreibungen entwickelt, die um 11 Prozent auf 1,7 Mio. Euro gesunken sind. Für einen positiven Beitrag sorgten schließlich die sonstigen betrieblichen Erträge, die sich auf 1,3 Mio. Euro erhöht haben.

## EBIT steigt um 154 Prozent

Durch die Kombination der Umsatz- und Kostenentwicklung hat sich das EBITDA um 92 Prozent auf 9,9 Mio. Euro erhöht. Das EBIT konnte sogar um 154 Prozent auf 8,1 Mio. Euro verbessert werden, gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 20,4 Prozent. Bei einem verbesserten Finanzergebnis (-0,2 nach -0,3 Mio. Euro) ging damit ein Anstieg des Vorsteuerergebnisses um 176 Prozent auf 7,9 Mio. Euro einher. Da gleichzeitig die Steuerbelastung mit lediglich 0,2 Mio. Euro (entspricht 2,8 Prozent des EBT) sehr moderat ausgefallen ist, hat sich der Nettoquartalsüberschuss auf 7,7 Mio. Euro fast vervierfacht. Auf Nachfrage führt das Unternehmen die sehr niedrige Steuerbelastung auf unterjährige Schwankungen zurück und geht davon aus, dass sich dies im Jahresverlauf wieder normalisiert.

Geschäftszahlen	Q1 21	Q1 22	Änderung
Umsatz	30,46	39,82	+30,7%
EBITDA	5,13	9,86	+92,2%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>16,8%</i>	<i>24,8%</i>	
EBIT	3,20	8,13	+154,3%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>10,5%</i>	<i>20,4%</i>	
EBT	2,86	7,87	+175,5%
<i>EBT-Marge</i>	<i>9,4%</i>	<i>19,8%</i>	
Nettoergebnis	2,11	7,65	+261,8%
<i>Netto-Marge</i>	<i>6,9%</i>	<i>19,2%</i>	
Free-Cashflow	13,68	14,99	+9,6%

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

## Free-Cashflow weiter erhöht

Erfreulich hat sich im ersten Quartal auch der Cashflow entwickelt. Der operative Cashflow profitierte

insbesondere von der verbesserten Ergebnissituation. Trotz dem im Vorjahresvergleich stärkeren Forderungsaufbau sowie der schwächeren Erhöhung der Vertragsverbindlichkeiten konnte er dadurch um 13 Prozent auf 15,8 Mio. Euro zulegen. Bei weiterhin nur moderaten Investitionen (0,8 Mio. Euro) resultierte daraus ein Free-Cashflow von 15,0 Mio. Euro, knapp 10 Prozent mehr als vor einem Jahr.

### Liquidität deutlich erhöht

Bei nur geringen Nettoabflüssen aus Finanzierungstätigkeit erhöhte sich die bilanzielle Liquidität in den ersten drei Monaten 2022 um 12,2 Mio. Euro auf 59,1 Mio. Euro. Abzüglich der Bankkredite, der Wandelanleihe und der Leasingverbindlichkeiten verfügte GK somit zum Quartalsende über eine Nettoliquidität von 34,6 Mio. Euro oder 22 Prozent der Bilanzsumme.

### Eigenkapitalquote bei 52 Prozent

Diese hat sich im ersten Quartal um 9,7 Prozent auf 158,1 Mio. Euro erhöht, wofür auf der Aktivseite vor allem die Liquidität und auf der Passivseite insbesondere das Eigenkapital verantwortlich waren. Das Eigenkapital betrug zum Quartalsstichtag 91,9 Mio.

Euro, gleichbedeutend mit einer fast unveränderten Eigenkapitalquote von 58,2 Prozent. Im Vorjahresvergleich wurde diese aber deutlich, um 6,5 Prozentpunkte, verbessert.

### Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der guten Zahlen für das erste Quartal hat GK die Prognose für das laufende Jahr bestätigt und strebt weiterhin eine Umsatzsteigerung in der Größenordnung des letzten Jahres sowie eine leichte Verbesserung der EBIT-Marge in Richtung des Mittelfristziels an. Dieses liegt weiterhin bei einer EBIT-Marge von 15 Prozent ab 2023, auch das mittelfristige Umsatzziel (160 bis 175 Mio. Euro im Jahr 2023) wurde bestätigt.

### Schätzungen unverändert

Die starken Quartalszahlen und vor allem die überzeugende Gewinnentwicklung sehen wir als Bestätigung der von uns in Reaktion auf den Geschäftsbericht vorgenommenen Erhöhung der unterstellten Margenentwicklung. Mit dem hohen EBIT der ersten drei Monate hat GK zwar schon 40 Prozent dessen verdient, was wir für das Gesamtjahr erwarten, doch eine lineare Fortrechnung verbietet sich aufgrund des

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	145,2	161,2	172,5	184,6	197,5	211,3	225,1	239,7
Umsatzwachstum		11,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
EBIT-Marge	13,6%	14,3%	14,7%	15,3%	15,7%	16,0%	16,3%	16,6%
<b>EBIT</b>	<b>19,8</b>	<b>23,0</b>	<b>25,4</b>	<b>28,2</b>	<b>31,0</b>	<b>33,9</b>	<b>36,7</b>	<b>39,8</b>
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	5,9	6,9	7,6	8,4	9,2	10,1	11,0	11,9
<b>NOPAT</b>	<b>13,9</b>	<b>16,2</b>	<b>17,9</b>	<b>19,8</b>	<b>21,8</b>	<b>23,8</b>	<b>25,8</b>	<b>27,9</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,6	4,9	4,6	4,4	4,2	4,2	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>18,5</b>	<b>21,1</b>	<b>22,4</b>	<b>24,2</b>	<b>26,0</b>	<b>28,0</b>	<b>30,0</b>	<b>32,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,6	-2,8	-3,1
- Investitionen AV	-6,0	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>11,0</b>	<b>15,1</b>	<b>16,2</b>	<b>17,7</b>	<b>19,2</b>	<b>20,9</b>	<b>22,7</b>	<b>24,5</b>

*SMC Schätzmodell*

erratischen Charakters der Lizenzerlöse. Wir sehen aber unsere Schätzungen nun als sehr gut unterlegt an und halten hieran fest. Dasselbe gilt für die Umsatzschätzung, die wir für 2022 weiterhin bei 145 Mio. Euro und damit 11 Prozent über dem Vorjahreswert ansetzen. Auf dieser Basis und bei einem erwarteten EBIT von knapp 20 Mio. Euro rechnen wir für das laufende Jahr unverändert mit einem Gewinn je Aktie in Höhe von 6,14 Euro. Ebenfalls unverändert geblieben sind die Schätzungen für die Folgejahre, am Ende des detaillierten Prognosezeitraums kalkulieren wir, wie bisher, mit einem Umsatz von 240 Mio. Euro und einer EBIT-Marge von 16,6 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle auf der vorhergehenden Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Für die Ermittlung des Terminal Value als Gegenwartswert der Cash-Überschüsse für die Jahre ab 2030 setzen wir das EBIT des Jahres 2029 an und kalkulieren anschließend mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

### WACC unverändert

Unverändert gelassen haben wir auch die Rahmendaten des Modells. Den aus unseren Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den

WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktrisikoprämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein Eigenkapitalkostensatz von 8,0 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 25,0 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 6,7 Prozent.

### Kursziel: 188,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,7 Prozent) ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 426,3 Mio. Euro bzw. 188,77 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 188,00 Euro ableiten. Ebenfalls unverändert geblieben ist die Einstufung der Prognoseunsicherheit, für welche wir wegen der immer noch bestehenden Abhängigkeit der Gewinnentwicklung von den volatilen Lizenzerlösen weiterhin vier von sechs möglichen Risikopunkten vergeben.

## Fazit

---

Nach dem sehr erfolgreichen Geschäftsjahr 2021 ist GK Software auch der Start in die laufende Finanzperiode gut gelungen. Mit einem Umsatzwachstum um 31 Prozent, einer EBIT-Marge von über 20 Prozent und einem Ergebnissprung um 262 Prozent konnte der Softwareanbieter erneut überzeugen. Ein wichtiger, aber bei Weitem nicht der einzige Grund für diese Zahlen ist die Gewinnung eines großen Lizenzdeals, weshalb sich die besonders margenstarken Plattformlizenzen um fast 180 Prozent erhöht haben. Aber auch die wiederkehrenden SaaS-Erlöse und die Dienstleistungen, bei denen GK von den Neukundengewinnen der letzten Geschäftsjahre profitiert, haben zu dem Wachstum beigetragen.

Mit den Q1-Zahlen scheinen sowohl die Unternehmensprognose als auch unsere Schätzungen für 2022 gut abgesichert zu sein. Angesichts der vom Manage-

ment weiterhin als sehr gut gefüllt bezeichneten Vertriebs-Pipeline dürften auch die nächsten Quartale, so denn größere externe Schocks ausbleiben, eine Fortsetzung des Wachstumskurses bringen, zumal die wieder aufgenommenen Messeaktivitäten das Neugeschäft weiter beleben dürften. So zeigt sich GK auf Nachfrage mit dem Verlauf der Anfang des Monats stattgefundenen EuroCIS, der größten europäischen größten Messe für Technologie im Handel, sehr zufrieden.

Insgesamt sehen wir uns durch die Q1-Zahlen in unserer positiven Einschätzung von GK Software erneut bestätigt, lassen unsere Schätzungen und unser Kursziel (188,00 Euro) unverändert und bestätigen das Urteil „Buy“.

# Anhang I: SWOT-Analyse

## Stärken

- Führender Softwareanbieter für den Einzelhandel mit einer breiten und renommierten Kundenbasis.
- Technologie- und Innovationsführerschaft ermöglicht stetige Marktanteilsgewinne.
- Umfassende Partnerschaft mit SAP, die inzwischen auch durch Kooperationen mit anderen IT-Riesen wie IBM, Microsoft oder Amazon flankiert wird.
- Hohe Wachstumsdynamik in den letzten Jahren, die vor allem von einer zunehmenden Internationalisierung getragen wird.
- Zuletzt sehr deutliche Profitabilitätsfortschritte.
- Sehr stabile Aktionärs- und Führungsstruktur mit HV-Mehrheit in Gründerhand.
- Exzellente Bilanzstruktur mit hohem Net-Cash.

## Chancen

- Hoher Kostendruck und technologischer Wandel im Einzelhandel dürften den Bedarf an modernen IT-Lösungen weiter erhöhen. Zusätzlich hat die Corona-Krise die Themen Digitalisierung und Omnichannel im Einzelhandel weiter beflügelt.
- Die Auslandsmärkte bieten noch große Potenziale für Marktanteilszugewinne. Insbesondere der US-Markt und Asien bieten großes Potenzial.
- Mit der Entwicklung neuer Lösungen werden neue Potenziale bei Bestandskunden sowie neuen Kundensegmente erschlossen. Nach dem exzellenten Marktstart von Fiskal Cloud verknüpft GK große Erwartungen mit der Big-Data-Lösung GK Spot.
- Nach dem sehr guten Start in das Jahr könnten die Ziele und Schätzungen übertroffen werden, zumal die Vertriebspipeline weiter sehr gut gefüllt ist.
- Der rasche Ausbau des SaaS-Geschäfts dürfte die Stetigkeit der Erlösentwicklung verbessern und den Margenanstieg stützen.

## Schwächen

- Die Umsätze und Erträge einzelner Jahre werden teilweise in hohem Ausmaß von wenigen Großkunden und -projekten beeinflusst.
- Die Ergebnisentwicklung wird noch stark von den volatilen Produktlizenzausschlüssen determiniert, die in der Vergangenheit oft erst in den letzten Wochen des Jahres erzielt wurden.
- Der hohe Dienstleistungsanteil begrenzt die Skalierungspotenziale des Geschäftsmodells und bedingt erhöhte Auslastungsrisiken.
- Das angestrebte Margenniveau von 15 Prozent wurde trotz der erzielten Fortschritte auf Gesamtjahresbasis noch nicht erreicht.
- Der Übergang auf das SaaS-Modell bremst temporär die Wachstumsdynamik.

## Risiken

- Die Corona-Pandemie könnte die wirtschaftliche Situation und die Investitionsfähigkeit des Non-Food-Einzelhandels dauerhaft beschädigt haben.
- Aus dem russischen Überfall auf die Ukraine könnten sich weitreichende wirtschaftliche Bremseffekte ergeben, bisher berichtet GK von verlorenen fortgeschrittenen Vertriebsopportunitäten.
- Eine angestrebte Akquisition in Asien birgt zusätzliche Risiken bei der Auswahl, der Bewertung und vor allem der Integration des Zielunternehmens.
- Eine beschleunigte Expansion vor allem im Ausland könnte weitere Profitabilitätsfortschritte erschweren oder gar die bisherigen umkehren.
- Probleme bei einem Großprojekt oder der Verlust eines Großkunden würden sich spürbar auf die Umsatz- und vor allem auf die Gewinnzahlen auswirken. Darüber hinaus könnte der damit verbundene Reputationsschaden das künftige Neugeschäft erschweren.

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	53,2	54,5	53,8	53,5	53,5	53,7	54,0	54,3	54,7
1. Immat. VG	24,0	24,1	22,2	20,8	19,9	19,2	18,8	18,5	18,2
2. Sachanlagen	29,0	30,2	31,4	32,5	33,4	34,3	35,0	35,6	36,2
II. UV Summe	91,0	88,8	104,5	121,6	139,3	157,4	176,0	194,9	215,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	83,6	97,5	112,3	128,0	144,5	161,6	179,3	197,2	216,6
II. Rückstellungen	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	28,6	13,0	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	11,8	11,8
2. Kurzfristiges FK	29,6	30,2	31,2	32,2	33,2	34,3	35,3	36,7	37,8
<b>BILANZSUMME</b>	<b>144,2</b>	<b>143,3</b>	<b>158,3</b>	<b>175,1</b>	<b>192,8</b>	<b>211,1</b>	<b>230,0</b>	<b>249,2</b>	<b>269,8</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	130,8	145,2	161,2	172,5	184,6	197,5	211,3	225,1	239,7
Gesamtleistung	130,8	145,2	161,4	172,5	184,6	197,5	211,3	225,1	239,7
Rohertrag	116,7	129,6	144,1	154,0	164,7	176,3	188,6	200,9	213,9
EBITDA	26,8	27,2	30,7	32,8	35,3	38,0	40,9	43,7	46,8
EBIT	17,3	19,8	23,0	25,4	28,2	31,0	33,9	36,7	39,8
EBT	16,5	19,7	23,1	25,7	28,7	31,6	34,7	37,7	40,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	13,3	13,9	16,2	18,1	20,1	22,2	24,3	26,4	28,7
JÜ	13,2	13,9	16,2	18,1	20,1	22,2	24,3	26,4	28,7
EPS	5,83	6,14	7,19	7,99	8,91	9,83	10,77	11,71	12,69

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	23,2	19,7	22,1	23,4	25,1	26,9	28,7	30,6	32,6
CF aus Investition	2,4	-6,0	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,6
CF Finanzierung	15,5	-18,6	-5,1	-5,2	-6,4	-7,8	-9,4	-11,3	-12,0
Liquidität Jahresanfa.	5,7	46,9	42,0	54,9	68,8	83,2	97,8	112,6	127,4
Liquidität Jahresende	46,9	42,0	54,9	68,8	83,2	97,8	112,6	127,4	143,4

### Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	11,3%	11,0%	11,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
Rohtragsmarge	89,2%	89,2%	89,4%	89,3%	89,3%	89,3%	89,3%	89,3%	89,3%
EBITDA-Marge	20,5%	18,7%	19,0%	19,0%	19,2%	19,2%	19,3%	19,4%	19,5%
EBIT-Marge	13,2%	13,6%	14,3%	14,7%	15,3%	15,7%	16,0%	16,3%	16,6%
EBT-Marge	12,6%	13,6%	14,3%	14,9%	15,5%	16,0%	16,4%	16,7%	17,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	10,1%	9,5%	10,1%	10,5%	10,9%	11,2%	11,5%	11,7%	12,0%

## Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,7%	278,83	252,27	231,39	214,55	200,68
6,2%	244,38	224,24	208,00	194,61	183,40
6,7%	217,37	201,69	188,77	177,95	168,75
7,2%	195,62	183,15	172,71	163,83	156,19
7,7%	177,74	167,66	159,09	151,71	145,30

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94  
Telefax: +49 (0) 251-13476-92  
E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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), 10)

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 10.06.2022 um 9:00 Uhr fertiggestellt und am 10.06.2022 um 9:30 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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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
02.05.2022	Buy	188,00 Euro	1), 3), 10)
30.03.2022	Buy	186,00 Euro	1), 3), 4), 10)
29.11.2021	Buy	190,00 Euro	1), 3), 4), 10)
07.09.2021	Buy	190,00 Euro	1), 3), 4), 10)
28.06.2021	Buy	162,00 Euro	1), 3), 4), 10)
31.05.2021	Buy	156,00 Euro	1), 3), 10)
04.05.2021	Buy	153,00 Euro	1), 3), 10)
24.03.2021	Buy	131,00 Euro	1), 3), 10)
27.01.2021	Buy	131,00 Euro	1), 3), 10)
01.12.2020	Buy	108,00 Euro	1), 3)
09.11.2020	Buy	108,00 Euro	1), 3), 4)
04.09.2020	Buy	94,00 Euro	1), 3)
21.08.2020	Buy	91,00 Euro	1), 3)
14.07.2020	Buy	91,00 Euro	1), 3), 4)
10.06.2020	Buy	90,00 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.