

23. Januar 2015
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

GK Software AG

Der Endspurt kam
– reichte aber nicht

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **33,00 Euro** | Kursziel: **45,00**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	593
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	33,00 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	1,89 Mio. Stück
Market Cap:	62,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	50,40 Mio. Euro
Free-Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	52,00 / 32,20 Euro
Ø Umsatz (12 M):	40,8 Tsd. Euro

GK Software hat wie schon in den Vorjahren ein lebhaftes Jahresendgeschäft verzeichnet und in den letzten Wochen vier Abschlüsse erzielt, die sich in Form der entsprechenden Lizenzerlöse noch positiv auf das Ergebnis 2014 auswirken dürften. Doch dieser Endspurt war nach unserer Auffassung nicht stark genug, um die schwache Ergebnisentwicklung der Vorquartale gänzlich zu kompensieren. Diesbezüglich war insbesondere das dritte Quartal enttäuschend verlaufen, in dem trotz steigender Umsätze ein deutlich erhöhter Fehlbetrag angefallen war. In Reaktion auf diese Zahlen hatte das Management seine Ergebnisprognose widerrufen und auch wir haben unsere Gewinnschätzungen spürbar abgesenkt. Wir gehen nun davon aus, dass die Lizenzabschlüsse zum Jahresende nicht ausgereicht haben, um den in den vorangegangenen drei Quartalen aufgelaufenen Verlust komplett auszugleichen und erwarten für das Geschäftsjahr 2014 einen geringeren Fehlbetrag. Auch die Gewinnerwartungen für 2015 und die Folgejahre haben wir reduziert und tragen damit den stärker als von uns bisher angenommen gestiegenen Kosten Rechnung.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	31,8	28,4	42,5	45,6	52,5	59,0
EBIT (Mio. Euro)	6,7	1,2	0,9	-0,6	4,9	9,0
Jahresüberschuss	4,6	1,1	0,6	-0,3	3,5	6,4
EpS	2,55	0,59	0,32	-0,17	1,83	3,40
Dividende je Aktie	0,50	0,00	0,25	0,00	1,00	1,70
Umsatzwachstum	14,7%	-10,5%	49,4%	7,5%	15,0%	12,5%
Gewinnwachstum	2,1%	-77,0%	-45,5%	-	-	85,7%
KUV	1,96	2,19	1,47	1,37	1,19	1,06
KGV	13,7	59,3	108,8	-192,4	18,0	9,7
KCF	13,14	19,61	36,27	396,46	13,16	8,32
EV / EBIT	7,6	40,9	57,7	-90,5	10,4	5,6
Dividendenrendite	1,5%	0,0%	0,8%	0,0%	3,0%	5,2%

Neue Abschlüsse in Südafrika...

Die Hoffnung, dass die letzten Wochen des Jahres erneut die erwarteten Neukundenabschlüsse mit sich bringen werden, hat sich auch 2014 wieder erfüllt. Insbesondere in Südafrika konnte GK Software mit der Gewinnung von drei neuen Aufträgen punkten. Der mit Abstand wichtigste war die Beauftragung durch einen führenden südafrikanischen Einzelhandelskonzern, der in zehn afrikanischen Ländern mehr als 150 Hypermärkte betreibt und der sich für die Einführung einer breiten Produktpalette entschieden hat. Der Auftrag erstreckt sich von Software für mobile Kassen über die Integrationsplattform Store Device Control bis zu umfangreichen Omni-Channel-Funktionalitäten. Insgesamt sollen die GK-Lösungen auf mehr als 7.000 Geräten eingeführt werden. Die Vor-Ort-Umsetzung des Projekts, über dessen Volumen sich das Unternehmen bedeckt hält, will GK Software mit eigenen Kräften sicherstellen und so die Chance nutzen, diesen Kunden als wichtige Referenz und als einen „Türöffner“ für den südafrikanischen Markt aufzubauen. Eine deutlich geringere Komplexität weisen die beiden anderen Südafrikaprojekte auf, in deren Rahmen lediglich die Kassenlösung SAP Point-of-Sale by GK verkauft wurde und die deswegen auch unter Rückgriff auf Partnerunternehmen abgewickelt werden sollen.

...und in den USA

Das bemerkenswerte an einem dieser beiden kleineren Abschlüsse, bei dem es um die Ausstattung von über 1.000 Filialen in mehr als 10 afrikanischen Ländern mit einer neuen Kassenlösung geht, ist der damit erbrachte Nachweis für die Attraktivität des gemeinsam von SAP und GK Software erarbeiteten Migrationspfades von der alten SAP-Kassensoftware zu SAP Point-of-Sale by GK. Damit haben sich die Partner einen wichtigen Markt erschlossen und konnten davon einer aktuellen Meldung zufolge nun auch in den USA profitieren. Dort ist es gelungen, eine Fachhandelskette mit 250 Filialen für die Einführung von SAP Point-of-Sale by GK und damit für die Ablösung der bisher eingesetzten SAP-Lösung zu gewinnen. Trotz der geringen Auftragsgröße misst GK Software auch diesem Abschluss eine wichtige Signalfunktion bei.

Ungünstiger Umsatzmix

Da die Lizeinnahmen aus diesen Aufträgen größtenteils noch im Jahr 2014 verbucht werden, dürften sie dazu beigetragen haben, den in den vorangegangenen Quartalen rückläufigen Trend der Lizenzerlöse zu korrigieren. GK Software konnte zwar auch zwischen Juli und September das Erlöswachstum fortsetzen (+1,0 Prozent auf 10,4 Mio. Euro), doch ohne dieses für eine Gewinnverbesserung nutzen zu können. Stattdessen war das Ergebnis des dritten Quartals im Vorjahresvergleich deutlich rückläufig. Konnte im dritten Quartal 2013 noch eine EBITDA-Marge von 8 Prozent erzielt werden, rutschte das Quartals-EBITDA zuletzt mit -0,3 Mio. Euro in die Verlustzone, das Nettoergebnis der drei Sommermonate betrug -1,0 Mio. Euro. Eine wichtige Ursache dieser Entwicklung war eben der Rückgang der hochmargigen Lizenzerlöse von 0,7 Mio. Euro im Vorjahr auf 0,1 Mio. Euro. Demgegenüber haben die besonders margenschwachen sonstigen Umsätze, bei denen es sich zum großen Teil um das Hardwaregeschäft der Sparte IT-Services handelt, deutlich zugelegt.

Geschäftszahlen	Q3 2013	Q3 2014	Änderung
Umsatz	10,25	10,35	+1,0%
Lizenzen	0,66	0,11	-83,8%
Dienstleistungen	6,61	4,61	-30,2%
Wartung	3,75	4,38	+16,8%
EBITDA	0,82	-0,33	-
EBITDA-Marge	8,0%	-3,2%	
EBIT	0,30	-0,89	-
EBIT-Marge	2,9%	-8,6%	
Vorsteuerergebnis	0,30	-0,87	-
Vorsteuerermarge	2,9%	-8,4%	
Nettoergebnis	0,31	-1,01	-
Netto-Marge	3,0%	-9,7%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Geschäftszahlen	9M 2013	9M 2014	Änderung
Umsatz	28,65	30,56	+6,7%
Lizenzen	1,93	1,29	-33,0%
Dienstleistungen	14,10	13,62	-3,4%
Wartung	10,42	12,53	+20,3%
EBITDA	1,00	-0,66	-
EBITDA-Marge	3,5%	-2,2%	-
EBIT	-0,70	-2,23	-
EBIT-Marge	-2,4%	-7,3%	-
Vorsteuerergebnis	-0,71	-2,17	-
Vorsteuerermarge	-2,5%	-7,1%	-
Nettoergebnis	-0,78	-3,11	-
Netto-Marge	-2,7%	-10,2%	-

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Hohe Expansionskosten

Darüber hinaus wurde das Ergebnis weiterhin von den Investitionen und Mehraufwendungen im Zusammenhang mit dem Ausbau des nordamerikanischen Geschäfts belastet. So hat aufgrund des Personalaufbaus in den USA (und wegen der Stärkung der Schweizer Präsenz, die mit dem Migros-Auftrag beauftragt ist) der Personalaufwand im dritten Quartal um 13,4 Prozent zugelegt. Auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind deutlich gestiegen (+12,7 Prozent), was das Unternehmen unter anderem mit höheren Reise-, Miet- und Personalakquisekosten begründet. Damit haben sich auch kostenseitig die Trends der Vorquartale fortgesetzt, in Summe der ersten neun Monate resultiert hieraus ein EBITDA-Fehlbetrag von -0,7 Mio. Euro und ein Periodenverlust von -3,1 Mio. Euro.

Cashflow weiter klar positiv

Anders als zum Halbjahr, als GK Software den operativen Cashflow trotz des höheren Periodenverlustes verbessern konnte, fiel dieser nach neun Monaten mit 2,1 Mio. Euro etwas schwächer aus als vor einem Jahr (2,6 Mio. Euro). Der Forderungsbestand konnte zwar signifikant reduziert werden, doch reichte diese Verbesserung nicht, um die Cashflow-Belastungen des ausgeweiteten Fehlbetrags und der deutlich höheren gezahlten Steuern auszugleichen.

Da sich zudem durch gestiegene Auszahlungen für Sachanlagen gleichzeitig der Mittelabfluss für Investitionen auf 1,1 Mio. Euro fast verdoppelte, hat sich der Free-Cashflow gegenüber dem Vorjahr auf knapp 1 Mio. Euro halbiert. Er bleibt aber trotz des Periodenverlustes damit klar positiv. Dadurch hat sich die Nettoliquidität auf 12,0 Mio. Euro erhöht (Vorjahr 9,0 Mio. Euro) und entspricht nun 28 Prozent der Bilanzsumme. Die Eigenkapitalquote legte ebenfalls im Vorjahresvergleich zu und betrug zum 30. September 68,1 Prozent.

Prognose eingeschränkt

In Reaktion auf die Entwicklung der ersten neun Monate hatte das GK-Management seine Prognose für das Gesamtjahr angepasst. Das Unternehmen ging zuletzt zwar weiterhin davon aus, dass der Umsatz im Jahr 2014 gegenüber 2013 gesteigert wird, doch ergebnisseitig wurde die Prognose, im Kerngeschäft das Profitabilitätsniveau der Jahre bis 2011 erreichen zu können, aufgegeben. Das Management sah sich zum Zeitpunkt der Berichterstattung (Ende November) „nicht mehr in der Lage, eine Ergebnis-ermarge anzugeben“.

Gewinnschätzungen deutlich reduziert

Auch wir haben in Reaktion auf die Zahlen des dritten Quartals und auf die Meldungslage der letzten Wochen unsere Ergebnisschätzung abgesenkt. Es ist GK Software zwar gelungen, erneut in den letzten Wochen des Jahres mehrere Abschlüsse zu generieren, doch der Endspurt ist nach unserer Einschätzung nicht stark genug gewesen, um die in den ersten drei Quartalen aufsummierten Verluste zu kompensieren, geschweige denn, um die von uns bisher unterstellte Gewinnhöhe zu erreichen. Wir rechnen deswegen nun mit einer Rückkehr in die Gewinnzone auf EBITDA-Ebene, doch das EBIT und das Nettojahresergebnis dürften nach unserer Einschätzung 2014 ins Minus gerutscht sein.

Auch Folgejahre betroffen

Auch die Margenansätze für die kommenden Jahre haben wir reduziert und damit unsere Erwartung zum Ausdruck gebracht, dass sich die aus der forcier-

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	45,6	52,5	59,0	65,0	71,1	77,5	84,1	90,8
Umsatzwachstum		15,0%	12,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
EBIT-Marge	-1,2%	9,3%	15,3%	16,0%	15,8%	15,5%	15,2%	14,9%
EBIT	-0,6	4,9	9,0	10,4	11,2	12,0	12,8	13,5
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-0,2	1,5	2,7	3,1	3,4	3,6	3,8	4,0
NOPAT	-0,4	3,4	6,3	7,3	7,8	8,4	8,9	9,4
+ Abschreibungen & Amortisation	2,1	1,7	1,6	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8
+ 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	1,7	5,1	7,9	8,8	9,5	10,1	10,7	11,3
- Zunahme Net Working Capital	-1,6	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9
- Investitionen AV	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2
Free Cashflow	-1,4	3,0	5,6	6,3	6,8	7,3	7,8	8,2

SMC Schätzmodell

ten Expansion resultierende hohe Kostenbelastung nur stufenweise wieder relativieren lässt. GK Software betreibt im Vertrieb einen hohen Aufwand, neben klassischen Vertriebskosten werden oft Präsentations- bzw. Pilotsysteme installiert, die teilweise erhebliche Kapazitäten beanspruchen. Lassen sich diese nicht im ausreichenden Umfang oder nur mit größeren Verzögerungen (wie es seit zwei Jahren der Fall ist) in bezahlte Projekte überführen, müssen diese Aufwendungen über längere Phasen vorfinanziert werden. Besonders schmerzhaft ist es, wenn ein geplantes großes Projekt kurz vor der Unterzeichnung platzt, wie es 2014 einmal aufgrund der Übernahme eines sehr großen potenziellen Kunden geschehen ist. Grundsätzlich entwickelt GK Software damit die Vertriebspipeline weiter, doch solange sich die Relation der tatsächlichen Abschlüsse zu den aufwandswirksam bearbeiteten Vertriebsgelegenheiten nicht wieder verbessert, dürfte die Erreichung des früheren Profitabilitätskorridors allenfalls vorübergehend zu erreichen sein. Erschwerend kommt hinzu, dass die Expansion in neue Märkte den ebenfalls kostenträchtigen Aufbau entsprechender Umsetzungskapazitäten vor Ort erfordert. GK Software kann zwar vielerorts auf geeignete Partner zurückgreifen, doch gerade den Erstprojekten in neuen Märkten wird – zu Recht –

eine hohe Signalfunktion zugeschrieben, weswegen diese bevorzugt mit eigenen Kräften realisiert werden. Dies hat zur Folge, dass die gewonnenen Projekte der letzten Quartale zunächst mit höheren Aufwendungen einhergehen und deswegen hinsichtlich ihrer Profitabilität nicht das Niveau erreichen, welches in Märkten mit etablierten und eingeschwungenen Vertriebs- und Projektkapazitäten erzielbar sind. Um diese Konstellation, die zwar nicht neu ist, die wir aber sowohl hinsichtlich des Ausmaßes als auch der Dauer unterschätzt haben, stärker in unserem Modell abzubilden, haben wir sowohl das Tempo der unterstellten Margenerholung gesenkt als auch die erreichbare Zielmarge reduziert. Wie sich diese Modifikationen auf unser Schätzmodell auswirken, kann der Tabelle auf dieser Seite entnommen werden. Die Details der unterstellten Geschäftsentwicklung in den kommenden acht Jahren finden sich zudem wie immer in den Tabellen im Anhang.

Neues Kursziel: 45,00 Euro je Aktie

Die deutliche Absenkung unserer Schätzansätze führt in unserem DCF-Modell zu einem reduzierten fairen Wert. In dem von uns favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,8 Prozent) ergibt

sich nun ein Unternehmenswert von 35,98 Euro je Aktie. Angesichts der Übernahmeprämie, die wir im Kurs seit dem SAP-Einstieg und vor allem seit der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, und angesichts der von uns weiter als hoch eingeschätzten Wahrscheinlichkeit des Übernahmeszenarios kalkulieren wir unser Kursziel (wie schon bisher) unter Hinzurechnung einer 25-prozentigen Prämie. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 45,00 Euro. Obwohl es damit gegenüber dem bisherigen Wert (51,30 Euro) spürbar abgesenkt wurde, sehen wir auf dieser Basis in Relation zum gegenwärtigen Aktienkurs weiterhin ein beträchtliches Potenzial von rund einem Drittel. Das Prognoserisiko sehen wir unverändert bei vier von sechs möglichen Punkten – eine Einschätzung, in der wir die starke Abhängigkeit des Ergebnisses von einzelnen Lizenzabschlüssen einerseits und das etablierte Geschäft mit einer sehr breiten Kundenbasis andererseits angemessen berücksichtigt finden.

Fazit

Die Nachrichtenlage bei GK Software war zuletzt durchwachsen. So war der Bericht über das dritte Quartal enttäuschend ausgefallen. GK Software konnte zwar den Umsatz steigern, doch beim Ergebnis musste das Unternehmen dem forcierten Expansionskurs Tribut zollen. In Verbindung mit der Verschiebung der Umsatzstruktur zu niedrigmargigen Erlösquellen bedingte dies eine deutliche Ergebnisverschlechterung. Nachdem GK Software aber in den letzten Wochen vier neue Abschlüsse vermelden konnte, deren Lizenzentnahmen noch 2014 umsatz- und ergebniswirksam gewesen sein dürften, hat sich die Lage seitdem deutlich aufgehellt.

Doch dieser Endspurt, so erfreulich er gewesen ist, dürfte nach unserer Einschätzung nicht ausreichend

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 7,8 und 9,8 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 41,35 bis 51,09 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,8%	51,09	49,20	47,59	46,21	45,00
8,3%	49,19	47,58	46,19	44,98	43,92
8,8%	47,57	46,18	44,97	43,91	42,96
9,3%	46,17	44,96	43,89	42,95	42,11
9,8%	44,94	43,88	42,94	42,10	41,35

gewesen sein, um unsere bisherigen Erwartungen zu erfüllen. Wir haben deswegen unsere Schätzungen deutlich modifiziert und gehen für 2014 nun von einem kleinen Fehlbetrag aus. Da die in 2014 spürbar gewordenen Kosteneffekte und Entwicklungen in der Tendenz auch im laufenden Jahr und darüber hinaus Bestand haben dürften, haben wir auch die Margenerwartungen für 2015 und für die Folgeperioden reduziert.

Unser neues Kursziel (inkl. der weiterhin unterstellten 25-prozentigen Übernahmeprämie) liegt nun bei 45,00 Euro. Damit sehen wir für die Aktie trotz der Reduktion immer noch ein beträchtliches Kurspotenzial und bestätigen unser Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
AKTIVA									
I. AV Summe	15,2	14,7	14,7	14,8	15,2	15,5	15,9	16,2	16,6
1. Immat. VG	9,9	9,2	8,8	8,6	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
2. Sachanlagen	4,8	5,0	5,3	5,7	6,1	6,5	6,9	7,2	7,5
II. UV Summe	32,5	33,9	37,8	42,4	46,9	51,6	56,6	61,4	66,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	33,4	33,1	36,6	41,1	45,4	49,9	54,2	58,4	62,2
II. Rückstellungen	2,5	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,1	3,3	3,1	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5
2. Kurzfristiges FK	8,7	9,4	9,7	10,3	10,6	11,2	11,9	12,8	13,7
BILANZSUMME	47,7	48,6	52,5	57,2	62,1	67,2	72,5	77,6	82,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	42,5	45,6	52,5	59,0	65,0	71,1	77,5	84,1	90,8
Gesamtleistung	42,8	46,0	52,8	59,4	65,3	71,5	77,9	84,5	91,2
Rohertrag	38,8	41,1	49,0	55,2	60,7	66,5	72,5	78,7	85,1
EBITDA	3,2	1,5	6,6	10,6	11,9	12,8	13,7	14,5	15,3
EBIT	0,9	-0,6	4,9	9,0	10,4	11,2	12,0	12,8	13,5
EBT	0,8	-0,5	4,9	9,2	10,8	11,8	12,7	13,5	14,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,6	-0,3	3,5	6,4	7,5	8,2	8,9	9,5	10,0
JÜ	0,6	-0,3	3,5	6,4	7,5	8,2	8,9	9,5	10,0
EPS	0,32	-0,17	1,83	3,40	3,98	4,36	4,69	5,00	5,31

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Cashflow	6,1	1,7	5,2	8,0	9,1	9,8	10,5	11,2	11,8
CF operativ	1,7	0,2	4,7	7,5	8,5	9,2	9,8	10,4	11,0
CF aus Investition	-1,0	-1,5	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2
CF Finanzierung	2,6	0,4	-0,3	-2,5	-3,5	-4,1	-4,5	-5,3	-6,1
Liquidität Jahresanfa.	10,4	13,7	12,8	15,5	18,8	21,9	25,1	28,3	31,3
Liquidität Jahresende	13,7	12,8	15,5	18,8	21,9	25,1	28,3	31,3	33,9

Kennzahlen

Prozent	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzwachstum	49,4%	7,5%	15,0%	12,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
Rohertagsmarge	91,3%	90,1%	93,4%	93,4%	93,5%	93,5%	93,5%	93,6%	93,6%
EBITDA-Marge	7,5%	3,3%	12,6%	18,0%	18,4%	18,0%	17,6%	17,2%	16,9%
EBIT-Marge	2,1%	-1,2%	9,3%	15,3%	16,0%	15,8%	15,5%	15,2%	14,9%
EBT-Marge	1,8%	-1,0%	9,4%	15,5%	16,6%	16,5%	16,3%	16,1%	15,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,3%	-0,7%	6,6%	10,9%	11,6%	11,6%	11,4%	11,2%	11,0%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

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

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

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher 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: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des vorletzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
10.10.2014	Buy	51,30 Euro	1), 3), 4)
18.06.2014	Buy	55,60 Euro	1), 3),
18.02.2014	Buy	56,00 Euro	1), 3),
12.12.2013	Hold	38,60 Euro	1), 3),
05.09.2013	Buy	37,30 Euro	1), 3),
04.06.2013	Buy	38,30 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates, eine Studie

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.