

GK Software AG

Hohes Umsatzwachstum,
doch Ergebniswende noch ausgeblieben

Urteil: **Speculative Buy** (zuvor: Buy) | Kurs: **30,995 Euro** | Kursziel: **39,40 Euro**

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:	707
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	30,995 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	1,89 Mio. Stück
Market Cap:	58,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	67,6 Mio. Euro
Free-Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	42,28 / 30,20 Euro
Ø Umsatz (12 M):	41,9 Tsd. Euro

GK Software hat für das erste Halbjahr durchwachsende Zahlen gemeldet. Der Umsatz ist zwar erfreulich stark gestiegen, mit 32,9 Prozent wurden unsere ursprünglichen Erwartungen deutlich übertroffen. Doch anders, als von uns erwartet, haben sich die Kosten weiterhin überproportional zum Umsatz erhöht, weswegen sich die Ergebnissituation trotz des hohen Umsatzwachstums noch verschlechtert hat. Strategisch hat GK Software in den vergangenen Monaten große Fortschritte erzielt und seine Positionierung durch die gewonnenen Aufträge wie auch durch die DBS-Übernahme entscheidend verbessert. Der dadurch bedingte Auf- und Ausbau der Organisation ist allerdings kostspielig, von seinem früheren und dem zukünftig wieder angestrebten Profitabilitätsniveau ist das Unternehmen derzeit sehr weit entfernt. Wir sehen die Strategie dennoch als richtig an, weil GK Software damit die Chance nutzt, mit Unterstützung von SAP in kurzer Zeit von einem überwiegend deutschen Player zu einem global aktiven Anbieter aufzusteigen. Aufgrund der zunächst deutlich erhöhten Ergebnisunsicherheit ändern wir unser Urteil aber auf „Speculative Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013e	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	28,4	42,5	44,6	58,0	65,6	72,1
EBIT (Mio. Euro)	1,2	1,0	-3,0	-0,6	3,2	6,1
Jahresüberschuss	1,1	0,6	-1,9	-0,8	1,9	4,0
EpS	0,59	0,34	-1,04	-0,43	1,02	2,14
Dividende je Aktie	0,00	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	-10,5%	49,4%	5,1%	30,0%	13,0%	10,0%
Gewinnwachstum	-77,0%	-42,8%	-	-	-	109,9%
KUV	2,06	1,38	1,31	1,01	0,89	0,81
KGV	55,7	97,4	-	-	30,4	14,5
KCF	18,42	32,04	-	27,73	9,46	8,37
EV / EBIT	54,8	64,7	-	-	21,0	11,1
Dividendenrendite	0,0%	0,8%	0,8%	0,0%	0,0%	0,8%

Hohes Umsatzwachstum

Im zweiten Quartal hat GK Software das Wachstum fortgesetzt und den Umsatz um 27,5 Prozent auf 13,9 Mio. Euro gesteigert. Allerdings ist ein Teil des Umsatzzuwachses auch der erstmaligen Konsolidierung der Retail-Sparte von DBS Inc. zu verdanken, ohne diesen Effekt dürfte sich das Wachstum auf rund 12 Prozent belaufen haben. Gegenüber dem ersten Quartal hat sich der Umsatz nach unserer Berechnung rein organisch sogar leicht ermäßigt. Zulegen konnte GK Software vor allem bei den Dienstleistungsumsätzen, die im Vorjahresvergleich um mehr als die Hälfte auf 7,4 Mio. Euro zugelegt haben. Hier machen sich die vielen Erstimplementierungsprojekte bemerkbar, das Unternehmen berichtet aber auch von einer anhaltend lebhaften Nachfrage von Bestandskunden, die Systemanpassungen oder -erweiterungen beauftragen. Stark zugelegt (+21,9 Prozent auf 4,9 Mio. Euro) haben auch die Wartungserlöse, während die sonstigen Erlöse, in die vor allem Hardwareverkäufe des Segments IT-Services einfließen, um die Hälfte auf 0,7 Mio. Euro abnahmen. Die Lizenz Erlöse wurden dank des Beitrags von DBS geringfügig gesteigert, bereinigt um diesen Effekt waren sie allerdings im zweiten Quartal um rund 10 Prozent rückläufig. Gegenüber dem lizenzenstarken ersten Quartal reduzierten sich die Lizenz einnahmen um 49 Prozent.

Hoher Kostenanstieg

Während sich demnach die Umsatzdynamik im zweiten Quartal abgeschwächt hat (Zuwachs gegenüber Q1: 6,8 Prozent) und der Umsatzbeitrag der margenstarken Lizenz einnahmen gegenüber den ersten drei Monaten klar rückläufig war, setzte sich der Anstieg der wichtigsten Aufwandspositionen mit Ausnahme der sonstigen betrieblichen Aufwendungen mit unveränderter oder gar erhöhter Geschwindigkeit fort. So erhöhte sich der Personalaufwand in Relation zum ersten Quartal um 13,1 Prozent und der Materialaufwand sogar um 34,0 Prozent, auch die Abschreibungen legten aufgrund der Amortisation der Kaufpreisbestandteile aus der DBS-Akquisition um mehr als 30 Prozent zu.

Verlust ausgeweitet

Die Kostensteigerungen sind naturgemäß auch durch die Integration der Einzelhandels sparte von DBS bedingt, haben sich aber dadurch, dass sie in Summe höher ausgefallen sind als der Umsatzzuwachs, negativ auf das Quartals ergebnis ausgewirkt. So erhöhte sich der EBITDA-Verlust gegenüber dem ersten Quartal von -0,2 auf -0,5 Mio. Euro, vor einem Jahr konnte GK noch einen kleinen Überschuss von 0,2 Mio. Euro ausweisen. Noch deutlicher ist das EBIT ins Minus gerutscht, das zusätzlich von den erhöhten Abschreibungen belastet wurde und im zweiten Quartal bei -1,4 Mio. Euro gelegen hat. Das Nettoquartals ergebnis erreichte -1,6 Mio. Euro, nach -1,3 Mio. Euro im ersten Quartal und -0,7 Mio. Euro vor einem Jahr.

Geschäftszahlen	Q2 2014	Q2 2015	Änderung
Umsatz	10,88	13,87	+27,5%
Lizenzen	0,79	0,86	+8,5%
Dienstleistungen	4,79	7,37	+53,9%
Wartung	4,02	4,90	+21,9%
EBITDA	0,24	-0,50	-
<i>EBITDA-Marge</i>	2,2%	-3,6%	
EBIT	-0,25	-1,40	-
<i>EBIT-Marge</i>	-2,3%	-10,1%	
Vorsteuerergebnis	-0,24	-1,43	-
<i>Vorsteuer marge</i>	-2,2%	-10,3%	
Nettoergebnis	-0,66	-1,64	-
<i>Netto-Marge</i>	-6,0%	-11,8%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Verzögerungen im Service-Segment

Kumuliert über die ersten sechs Monate hat GK Software 26,9 Mio. Euro umgesetzt und damit ein Wachstum um 32,9 Prozent erzielt. Dank der hohen Lizenz einnahmen des ersten Quartals legte diese wichtige Erlösart im ersten Halbjahr um 113,4 Prozent auf 2,5 Mio. Euro zu, die entsprechende Quote verbesserte sich auf 9,4 Prozent und damit auf den besten Halbjahreswert seit 2012. Aufgrund der deut-

lich überproportionalen Kostensteigerungen wurde dennoch ein erneut erhöhter Fehlbetrag eingefahren, der sich auf EBITDA-Ebene auf -0,7 Mio. Euro belaufen hat. GK verweist in diesem Zusammenhang auf Einmaleffekte wie z.B. die Rechts- und Beratungskosten im Zusammenhang mit der DBS-Übernahme (0,27 Mio. Euro) sowie auf die Aufbaukosten der südafrikanischen und der amerikanischen Tochtergesellschaften (0,29 Mio. Euro), ohne die das EBITDA annähernd ausgeglichen gewesen wäre. Doch der entscheidende Faktor für die unbefriedigende Ergebnislage ist der fortgesetzte Personalaufbau in Antizipation der Transformation vom deutschen Marktführer zu einem weltweit aktiven Softwareanbieter. So bedeutet die im ersten Halbjahr auf 69,5 Prozent erhöhte Personalaufwandquote die Fortsetzung eines seit 2010 anhaltenden Trends, in dessen Verlauf diese um 16 Prozentpunkte erhöht wurde.

Geschäftszahlen	HJ 2014	HJ 2015	Änderung
Umsatz	20,21	26,86	+32,9%
Lizenzen	1,18	2,53	+113,4%
Dienstleistungen	9,01	13,67	+51,8%
Wartung	8,15	9,64	+18,2%
EBITDA	-0,34	-0,69	-
EBITDA-Marge	-1,7%	-2,6%	
EBIT	-1,33	-2,28	-
EBIT-Marge	-6,6%	-8,5%	
Vorsteuerergebnis	-1,30	-2,31	-
Vorsteuermarge	-6,4%	-8,6%	
Nettoergebnis	-2,11	-2,91	-
Netto-Marge	-10,4%	-10,8%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Um diesen Anstieg zu dämpfen, weicht GK seit dem letzten Jahr verstärkt auf externe Fachkräfte aus, was zunächst aber vor allem eine steigende Materialaufwandsquote zur Folge hat (11,9 Prozent nach 9,1 Prozent im Vorjahr). Im ersten Halbjahr 2015 wurde die Ergebnissituation zusätzlich durch den starken Umsatzrückgang in der Service-Sparte belastet, der sich auf 19 Prozent (auf 4,7 Mio. Euro) belaufen hat und eine Verschlechterung des Segmentsergebnisses

von +0,7 auf -0,4 Mio. Euro bewirkte. Das Unternehmen begründet die Entwicklung mit der Verschiebung einzelner Kundenprojekte, zeigt sich aber überzeugt, dass der Segmentumsatz im Gesamtjahr wieder das Vorjahresniveau erreichen wird.

Verschuldung erhöht

Bedingt durch den Halbjahresverlust sowie durch die DBS-Übernahme hat sich im ersten Halbjahr sowohl die Liquiditätssituation als auch die Bilanzstruktur deutlich verändert. Bei einem vor allem infolge des ausgeweiteten Fehlbetrages negativen operativen Cashflow von -0,4 Mio. Euro sorgte insbesondere die Auszahlung für DBS für einen investitionsbedingten Mittelabfluss in Höhe von 17,7 Mio. Euro, woraus sich ein negativer Free-Cashflow von 18,1 Mio. Euro ergab. Gegenfinanziert wurde dies durch eine erhöhte Nettokreditaufnahme in Höhe von 9,8 Mio. Euro, so dass sich die liquiden Mittel in Summe auf 4,8 Mio. Euro reduziert haben. Dementsprechend hat sich die noch zum Jahreswechsel bestehende Nettoliquiditätsposition von 9,0 Mio. Euro nun in eine Nettoverschuldung von 9,0 Mio. Euro gewandelt. Auch die Eigenkapitalquote hat sich verschlechtert, nach 68,4 Prozent per Ende Dezember belief sie sich zum Halbjahresende auf – immer noch komfortable – 46,3 Prozent.

Prognose bestätigt

Das Management wertet die Entwicklung des ersten Halbjahrs positiv und sieht die hohe Umsatzdynamik als Bestätigung der eingeschlagenen Expansionsstrategie, zu deren Umsetzung das Unternehmen hohe Vorleistungen erbringt. Auf dieser Grundlage will GK Software in den nächsten drei bis vier Jahren den Umsatz vereinfachhalbfachen und damit wieder eine EBIT-Marge von 15 Prozent erreichen. Allerdings betont das Management, dass die Entwicklung nicht stetig sein müsse und hält vor dem Hintergrund des Ausbaus der Aktivitäten in Übersee für 2015 auch ein negatives Ergebnis für nicht ausgeschlossen.

Wachstumsszenario bleibt bestehen

Die Vorstandsprognose entspricht in etwa dem von uns unterstellten Szenario, in dem wir von fortgesetz-

tem Wachstum und von einer sukzessiven Margenerholung ausgehen. Bisher hatten wir angenommen, dass der Tiefpunkt der Margenentwicklung 2014 durchschritten worden ist und dass ab 2015 wieder verbesserte Ergebnisse erwartet werden können. Hiervon ist im bisherigen Jahresverlauf allerdings noch nichts zu sehen. GK Software hat im ersten Halbjahr den Umsatz zwar stärker als von uns ursprünglich angenommen gesteigert, doch wurde diese Steigerung teuer erkaufte, in Form hoher Defizite. Der Trend kann jedoch rasch drehen, ein größerer Lizenzabschluss könnte jederzeit für einen Umsatz- und vor allem Ergebnissprung sorgen. Da GK Software im Halbjahresbericht explizit von mehreren vielversprechenden Angebotsituationen gesprochen hat, halten wir die Wahrscheinlichkeit eines solchen Abschlusses für hoch. Auch erwarten wir nach der entsprechenden Bestätigung seitens des Unternehmens für das zweite Halbjahr eine Verbesserung der Umsatz- und Ergebnissituation der Service-Sparte. Insofern halten wir unsere Schätzungen für 2015 noch für erreichbar, wenn auch das Risiko der Verfehlung nach den Halbjahreszahlen sicherlich zugezogen hat. Im Wissen, dass sich die Lizenzabschlüsse erst spät im vierten Quartal entscheiden können, halten wir deswegen an unseren Schätzun-

gen fest, die einzige Modifikation betrifft den von uns angenommenen Materialaufwand, den wir in Reaktion auf die starke Dynamik dieser Aufwandsart im ersten Halbjahr etwas angehoben haben.

Schätzungen weitgehend unverändert

Die veränderte Annahme bezüglich des Materialaufwands setzt sich auch in den Folgejahren fort, ansonsten haben wir auch dort alle weiteren Schätzungen unverändert gelassen. Eine Übersicht der wichtigsten Daten unseres Modells findet sich in der Tabelle auf dieser Seite, weitere Details zu dem von uns für die Jahre 2015 bis 2022 unterstellten Geschäftsverlauf können den Tabellen im Anhang entnommen werden. Im Anschluss an den darin abgebildeten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einer EBIT-Marge von 7,6 Prozent und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent. Für die Herleitung der Rahmendaten unseres Modells verweisen wir auf die umfangreiche Studie vom 19. Juni 2015.

Kursziel: 39,40 Euro je Aktie

Auf dieser Basis resultiert aus unserem DCF-Modell in dem von uns favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,0 Prozent) ein

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	58,0	65,6	72,1	79,0	86,1	93,4	100,9	108,9
Umsatzwachstum		13,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
EBIT-Marge	-1,0%	4,9%	8,4%	10,1%	11,6%	12,9%	14,1%	15,3%
EBIT	-0,6	3,2	6,1	8,0	10,0	12,1	14,3	16,6
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-0,2	1,0	1,8	2,4	3,0	3,6	4,3	5,0
NOPAT	-0,4	2,3	4,3	5,6	7,0	8,4	10,0	11,6
+ Abschreibungen & Amortisation	3,5	4,6	3,3	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4
+ 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	3,1	6,8	7,5	8,6	9,8	11,1	12,5	14,1
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	2,8	0,0	0,0
- Investitionen AV	-18,8	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
Free Cashflow	-16,3	4,8	5,4	6,3	7,8	11,8	10,4	11,9

SMC Schätzmodell

Unternehmenswert von 31,52 Euro je Aktie. Angesichts der Übernahmeprämie, die wir 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 langfristigen Wahrscheinlichkeit des Übernahmeszenarios kalkulieren wir unser Kursziel (wie schon bisher) unter Hinzurechnung einer 25-prozentigen Prämie. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 39,40 Euro.

Erhöhtes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Dass GK Software über ein lang etabliertes und bewährtes Geschäftsmodell verfügt, welches seit Jahren kontinuierlich weiterentwickelt wird, erhöht grundsätzlich die Berechenbarkeit. Allerdings haben gerade die letzten Jahre verdeutlicht, dass die relativ schmale Kundenbasis in Verbindung mit einer vergleichsweise stark ausgeprägten Abhängigkeit von einzelnen Großprojekten durchaus zu heftigen Ausschlägen führen kann. Mit dem fortschreitenden Wachstum, der Internationalisierung und dem zunehmenden Anteil des wiederkehrenden Wartungsgeschäfts dürfte die Prognosesicherheit in Zukunft zwar steigen, doch bislang hängt das Ergebnis noch erheblich von einzelnen Abschlüssen ab. Wie zudem die Halbjahreszahlen verdeutlicht haben, hat sich durch das starke Wachstum der Organisation und damit auch der Kostenbasis die Gewinnschwelle deutlich nach oben verschoben. Durch die internationale Präsenz und Marktbearbeitung hat GK Soft-

ware zwar die Wahrscheinlichkeit für die Kundengewinnung deutlich erhöht, gleichzeitig benötigt das Unternehmen aber inzwischen deutlich mehr Lizenz Erlöse, um ins Plus zu kommen. Von dem langfristigen Ziel, die laufenden Kosten mit Dienstleistungen, Wartung und IT-Services zu decken, scheint das Unternehmen aktuell noch weit entfernt zu sein. Speziell im Hinblick auf das laufende Jahr bedeutet das eine ausgeprägte Ergebnisunsicherheit, die mögliche Spanne reicht von einem hohen Verlust bis zu einem moderaten Überschuss. Wir reagieren auf diese erhöhte Unsicherheit mit der Anpassung unserer Einschätzung des Schätzrisikos, die wir nun auf fünf von sechs möglichen Punkten anheben.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 7,0 und 9,0 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 33,66 bis 49,74 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,0%	49,74	46,48	43,77	41,48	39,52
7,5%	46,41	43,70	41,42	39,46	37,76
8,0%	43,64	41,35	39,40	37,70	36,22
8,5%	41,29	39,34	37,65	36,17	34,86
9,0%	39,28	37,59	36,11	34,81	33,66

Fazit

GK Software ist im ersten Halbjahr stark gewachsen und hat damit von der forcierten Internationalisierungsstrategie profitiert. Doch noch sind die erzielten Zuwächse nicht ausreichend, um die massiv erhöhten Kosten der vergrößerten und komplexer gewordenen Organisation aufzufangen. Die Ergebnistrendwende ist deswegen ausgeblieben, trotz der höheren Umsätze und der verbesserten Quote der Lizenz Erlöse sind die Zahlen tiefer in den roten Bereich gerutscht.

Das Management sieht sich durch das Umsatzwachstum in der Expansionsstrategie bestätigt und prognostiziert auf mittlere Sicht die Rückkehr zu positiven zweistelligen EBIT-Margen. Auch wir halten an unserem Schätzszenario fest und haben nach den Halbjahreszahlen unsere Schätzungen für 2015 trotz der enttäuschenden Ergebnissituation weitgehend unverändert gelassen. Wie schon in den Vorjahren, wird die Ergebnisqualität auch in 2015 im hohen

Maße davon abhängen, ob es gelingt, ausreichend Neukundenabschlüsse mit entsprechenden Lizenzzahlungen zu erzielen. Die volle und inzwischen international breit gestreute Vertriebspipeline spricht dafür, doch die Entscheidung könnte sich erneut bis in den Dezember hinauszögern. Trotz des hohen Umsatzwachstums hat sich die Abhängigkeit der Ergebnisse von einzelnen Abschlüssen somit noch nicht reduziert, ganz im Gegenteil, durch die erhöhte Kostenbasis betrifft die Unsicherheit inzwischen nicht nur die Frage nach der realisierbaren Marge, sondern auch die Frage, ob ein positives Ergebnis oder ein (mitunter hoher) Verlust ausgewiesen wird. Wir haben diese erhöhte Unsicherheit und die entgegen unseren Erwartungen bislang ausgebliebene Ergebnistrendwende in einer auf fünf Punkte erhöhten Einstufung des Schätzrisikos berücksichtigt, was in Verbindung mit dem Kurspotenzial von 27 Prozent die Einstufung als „Speculative Buy“ rechtfertigt.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
AKTIVA									
I. AV Summe	16,0	31,3	28,5	27,0	25,9	25,1	24,5	24,1	23,8
1. Immat. VG	8,5	23,5	20,3	18,5	17,0	15,8	14,9	14,2	13,6
2. Sachanlagen	5,0	5,3	5,6	6,0	6,4	6,7	7,0	7,3	7,6
II. UV Summe	28,7	24,8	28,4	33,1	39,1	43,4	46,9	52,7	58,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	30,6	29,7	31,7	35,7	40,8	44,8	49,2	53,9	58,8
II. Rückstellungen	3,3	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	4,3	4,4	4,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,2	11,5	9,5	9,5	8,1	6,5	3,9	2,8	1,6
2. Kurzfristiges FK	7,6	11,4	12,2	11,2	12,1	13,1	14,1	15,6	17,2
BILANZSUMME	44,7	56,1	56,9	60,1	65,0	68,5	71,4	76,8	82,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	44,6	58,0	65,6	72,1	79,0	86,1	93,4	100,9	108,9
Gesamtleistung	45,1	58,3	65,9	72,4	79,3	86,4	93,8	101,2	109,3
Rohertrag	40,0	52,2	59,1	65,2	71,5	78,1	84,9	91,9	99,4
EBITDA	0,0	2,9	7,8	9,4	11,0	12,8	14,7	16,8	19,1
EBIT	-3,0	-0,6	3,2	6,1	8,0	10,0	12,1	14,3	16,6
EBT	-3,0	-1,2	2,8	5,8	7,9	10,0	12,3	14,8	17,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,9	-0,8	1,9	4,0	5,5	7,0	8,6	10,4	12,2
JÜ	-1,9	-0,8	1,9	4,0	5,5	7,0	8,6	10,4	12,2
EPS	-1,04	-0,43	1,02	2,14	2,92	3,72	4,56	5,49	6,44

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
CF operativ	-0,4	2,1	6,2	7,0	8,1	9,8	14,0	12,8	14,5
CF aus Investition	-1,6	-18,8	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
CF Finanzierung	-1,6	11,5	-2,2	-2,1	-2,0	-5,0	-7,2	-6,7	-8,5
Liquidität Jahresanfa.	13,7	10,2	5,0	7,2	10,3	14,5	17,4	22,1	26,2
Liquidität Jahresende	10,2	5,0	7,2	10,3	14,5	17,4	22,1	26,2	30,1

Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	5,1%	30,0%	13,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
Rohtragsmarge	89,6%	90,0%	90,2%	90,4%	90,5%	90,7%	90,9%	91,1%	91,2%
EBITDA-Marge	0,1%	5,0%	11,9%	13,0%	13,9%	14,8%	15,7%	16,6%	17,5%
EBIT-Marge	-6,8%	-1,0%	4,9%	8,4%	10,1%	11,6%	12,9%	14,1%	15,3%
EBT-Marge	-6,7%	-2,0%	4,2%	8,0%	10,0%	11,7%	13,2%	14,7%	16,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	-4,2%	-1,4%	2,9%	5,6%	7,0%	8,2%	9,2%	10,3%	11,2%

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), 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.-Kfm. Holger Steffen

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 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 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
19.06.2015	Buy	40,40 Euro	1), 3),
22.04.2015	Buy	49,50 Euro	1), 3),
23.01.2015	Buy	45,00 Euro	1), 3),
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),

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.