

08. Dezember 2015
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

GK Software AG

Rückkehr in die schwarzen Zahlen
schon 2015 möglich

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **37,295 Euro** | Kursziel: **44,40 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:	729
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	37,295 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	1,89 Mio. Stück
Market Cap:	70,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	79,5 Mio. Euro
Free-Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	41,00 / 28,90 Euro
Ø Umsatz (12 M):	45,4 Tsd. Euro

GK Software hat im dritten Quartal die Umsatzdynamik des ersten Halbjahrs noch weiter erhöht, mit 15,1 Mio. Euro wurde der Vorjahreswert um mehr als 46 Prozent übertroffen. In Summe der ersten neun Monate steht damit ein Umsatzwachstum von 37 Prozent zu Buche, selbst nach Korrektur um den Konsolidierungseffekt aus der DBS-Übernahme wurden die Erlöse um ein Viertel gesteigert. Ergebnisseitig konnte das Unternehmen davon allerdings noch nicht profitieren, sämtliche Ergebniskennzahlen liegen noch unter den jeweiligen Vorjahreswerten. Dafür verantwortlich sind teilweise die Einmalkosten der Akquisition und die Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation, vor allem aber ist die unbefriedigende Ergebnisentwicklung Ausdruck einer in den letzten anderthalb Jahren deutlich verschlechterten Profitabilität des Bestandsgeschäfts. Im vierten Quartal dürfte dies allerdings durch hohe Lizenzeinnahmen mehr als kompensiert werden, bei optimalem Verlauf wäre deswegen sogar auf Gesamtjahres-sicht eine Rückkehr in die schwarzen Zahlen möglich. Für die weiteren Perspektiven wird es aber entscheidend sein, ob die eingeleiteten Maßnahmen zur Produktivitätssteigerung greifen.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013e	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	28,4	42,5	44,6	60,0	69,0	77,3
EBIT (Mio. Euro)	1,2	1,0	-3,0	-0,3	3,6	6,7
Jahresüberschuss	1,1	0,6	-1,9	-0,4	2,2	4,5
EpS	0,59	0,34	-1,04	-0,20	1,16	2,37
Dividende je Aktie	0,00	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	-10,5%	49,4%	5,1%	34,5%	15,0%	12,0%
Gewinnwachstum	-77,0%	-42,8%	-	-	-	104,8%
KUV	2,48	1,66	1,58	1,17	1,02	0,91
KGV	67,1	117,3	-	-	32,2	15,7
KCF	22,16	38,55	-	28,02	10,95	9,50
EV / EBIT	64,4	76,0	-	-	22,1	11,9
Dividendenrendite	0,0%	0,7%	0,7%	0,0%	0,0%	0,7%

Lizeneinnahmen ziehen kräftig an

Wie schon im ersten Halbjahr, hat GK Software auch im dritten Quartal das dynamische Wachstum fortgesetzt. Der Umsatz erhöhte sich um 46,1 Prozent auf 15,1 Mio. Euro, ohne den Akquisitionseffekt dürfte sich der Zuwachs auf etwa 26 Prozent belaufen haben. Sehr erfreulich haben sich zwischen Juli und September die Lizeneinnahmen dargestellt, die mit 2,2 Mio. Euro beim Vielfachen des – sehr schwachen – Vorjahreswerts lagen. Der Lizenzanteil an den Erlösen betrug damit 14,4 Prozent – eine Größenordnung, die außerhalb des traditionell lizenzstarken vierten Quartals seit 2012 nicht erreicht wurde. Besonders dynamisch haben sich auch die Dienstleistungsumsätze entwickelt, die um knapp 50 Prozent auf 6,9 Mio. Euro zugelegt haben. Etwas schwächer, aber mit 19,7 Prozent ebenfalls beträchtlich, erhöhten sich die Wartungsumsätze, die mit 5,2 Mio. Euro erstmalig in einem Quartal die Marke von 5 Mio. Euro überschritten.

Geschäftszahlen	Q3 2014	Q3 2015	Änderung
Umsatz	10,35	15,12	+46,1%
Lizenzen	0,11	2,17	+1.947,2%
Dienstleistungen	4,61	6,90	+49,7%
Wartung	4,38	5,24	+19,7%
EBITDA	-0,33	-0,07	-
EBITDA-Marge	-3,2%	-0,4%	
EBIT	-0,89	-1,09	-
EBIT-Marge	-8,6%	-7,2%	
Vorsteuerergebnis	-0,87	-1,06	-
Vorsteuerermarge	-8,4%	-7,0%	
Nettoergebnis	-1,01	-1,44	-
Netto-Marge	-9,7%	-9,5%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

EBITDA verbessert

Dank des hohen Wachstums und der in Richtung der hochmargigen Lizenz Erlöse verschobenen Umsatzzusammensetzung konnte GK Software das EBITDA im Vorjahresvergleich verbessern und im dritten Quartal einen nahezu ausgeglichenen Wert erreichen (Vorjahr: -0,3 Mio. Euro). Ergebnisstüt-

zend wirkte sich dabei aus, dass sowohl der Personalaufwand (+42,1 Prozent) als auch der sonstige betriebliche Aufwand (+5 Prozent) schwächer als der Umsatz gestiegen sind. Demgegenüber hat sich der Materialaufwand, in dem sich hauptsächlich der Rückgriff auf externe IT-Experten widerspiegelt, im Vorjahresvergleich auf 2,7 Mio. Euro nahezu verdoppelt, die Materialaufwandsquote erreichte im dritten Quartal 17,5 Prozent. Damit hat sich die bereits im ersten Halbjahr absehbare Entwicklung fortgesetzt, dass GK die mit der internationalen Expansion verbundenen Aufgaben und Spitzenbelastungen nun verstärkt mit externen Kapazitäten bewältigen will.

Abschreibungen belasten

Unterhalb des EBITDA wurde die Verbesserung erwartungsgemäß durch die im Zuge der DBS-Übernahme deutlich angestiegenen Abschreibungen auf die Kaufpreisbestandteile konterkariert, so dass sich der EBIT-Fehlbetrag auf 1,1 Mio. Euro erhöhte (Vorjahr: -0,9 Mio. Euro). Nach Zinsen und Steuern resultierte daraus ein Quartalsverlust von 1,4 Mio. Euro (Vorjahr: -1,0 Mio. Euro).

Verlust erhöht

In Summe der ersten neun Monate zeigt sich somit das gleiche Bild wie im Halbjahr: Während der Umsatz kräftig, um 37,3 Prozent, auf rund 42,0 Mio. Euro gesteigert wurde, hat sich die Ergebnissituation zunächst weiter verschlechtert. Dies ist vor allem dem deutlich überproportionalen Wachstum des Materialaufwands (+83,1 Prozent) und der Abschreibungen (+66,5 Prozent) geschuldet, die Personalaufwandsquote hat sich demgegenüber im Vorjahresvergleich minimal auf 68,3 Prozent (nach 68,4 Prozent) reduziert. Allerdings liegt dieser Wert immer noch deutlich oberhalb des Niveaus früherer Jahre. Darüber hinaus verweist GK auf Einmalkosten im Zusammenhang mit der DBS-Übernahme in Höhe von 0,3 Mio. Euro, ohne die das EBITDA leicht verbessert ausgefallen wäre. Unter Hinzuziehung dieses Postens hat sich das EBITDA im Vorjahresvergleich auf -0,8 Mio. Euro geringfügig ver-

schlechtert (Vorjahr: -0,7 Mio. Euro). Durch die gestiegenen Abschreibungen und das minimal ins Minus gedrehte Finanzergebnis hat sich dies auf der Ebene des Vorsteuerergebnisses zu einem Fehlbetrag von 3,4 Mio. Euro addiert. Da dieser zudem schwerpunktmäßig in den ausländischen Tochtergesellschaften angefallen ist, ist aufgrund der beschränkten steuerrechtlichen Verrechenbarkeit mit den Erträgen der deutschen Gesellschaften trotz des negativen Vorsteuerergebnisses ein beträchtlicher Steueraufwand in Höhe von 1,0 Mio. Euro angefallen. Nach Steuern lag der Neunmonatsverlust somit bei 4,3 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	9M 2014	9M 2015	Änderung
Umsatz	30,56	41,98	+37,3%
Lizenzen	1,29	4,70	+264,1%
Dienstleistungen	13,62	20,57	+51,1%
Wartung	12,53	14,88	+18,7%
EBITDA	-0,66	-0,76	-
EBITDA-Marge	-2,2%	-1,8%	
EBIT	-2,23	-3,36	-
EBIT-Marge	-7,3%	-8,0%	
Vorsteuerergebnis	-2,17	-3,37	-
Vorsteuermarge	-7,1%	-8,0%	
Nettoergebnis	-3,11	-4,35	-
Netto-Marge	-10,2%	-10,4%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Noch keine Trendwende im Service-Segment

Der Großteil des Fehlbetrages ist im Kerngeschäft GK/Retail angefallen, das Segment-EBIT belief sich hier auf -3,6 Mio. Euro. Da die kostentreibende Expansion in Übersee in dieser Sparte stattfindet, ist dies wenig überraschend. Positiv ist in diesem Zusammenhang, dass der Fehlbetrag gegenüber dem Vorjahr (-3,5 Mio. Euro) kaum noch gestiegen ist. Ohne die erhöhten Abschreibungen infolge der DBS-Übernahme hätte GK somit im Kerngeschäft eine deutliche Ergebnisverbesserung verzeichnet. Heruntergebrochen auf die einzelnen Segmente ist die Verschlechterung des Konzernergebnisses auf die Entwicklung im Service-Segment zurückzuführen.

Dieses hat im Berichtszeitraum einen zehnpromtigen Umsatzrückgang und eine Ergebnisverschlechterung von 1,1 auf -0,1 Mio. Euro verzeichnet. Das Unternehmen begründet die Entwicklung mit der Verschiebung einzelner Kundenprojekte und zeigt sich weiter zuversichtlich, den Umsatzrückstand, der sich zum Halbjahr noch auf 19 Prozent belaufen hatte, bis zum Jahresende aufholen zu können.

Operativer Cashflow im Plus

Das im Vergleich mit den Vorquartalen verbesserte Ergebnis des dritten Quartals hat sich in der Cashflow-Rechnung in Form eines im Vorjahresvergleich zwar stark rückläufigen, aber mit knapp 1,0 Mio. Euro deutlich positivem operativen Cashflow niedergeschlagen. Zum Halbjahr hatte GK Software noch einen Cash-Abfluss von 0,4 Mio. Euro verzeichnet. Unverändert negativ ist der Investitions-Cashflow ausgefallen, der vor allem infolge der Auszahlungen für die DBS-Übernahme einen Mittelabfluss in Höhe von fast 19 Mio. Euro zeigt. Insgesamt hat sich der Bestand an liquiden Mitteln auf 6,2 Mio. Euro reduziert (Jahresanfang: 10,2 Mio. Euro). In Verbindung mit der erhöhten Kreditaufnahme für die Finanzierung der DBS-Übernahme hat sich damit 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 dadurch sowie durch den Neunmonatsverlust verschlechtert, nach 68,4 Prozent zum Jahreswechsel belief sie sich per Ende September auf 42,2 Prozent.

Sehr starkes Abschlussquartal angekündigt

Zusammen mit der Veröffentlichung der Neunmonatszahlen hat das GK-Management seine Prognose sowohl für das laufende Jahr als auch für die mittlere Frist bestätigt. Demnach will GK Software in den nächsten drei bis vier Jahren den Umsatz verdreifachen und damit wieder eine EBIT-Marge von 15 Prozent erreichen. Im Hinblick auf das laufende Quartal sprach das Management von einigen sehr weit fortgeschrittenen großen Vertriebsgelegenheiten, deren erfolgreicher Abschluss für 2015 im besten Fall sogar noch den Ausweis eines positiven Ergebnisses ermöglichen würde.

Weitere Abschlüsse gemeldet

Einen Teil dieser Ankündigungen hat GK Software bereits in die Tat umgesetzt und Anfang Dezember zwei weitere Abschlüsse aus Nordamerika gemeldet. Bei einem dieser beiden handelt es sich um einen Folgeauftrag eines Kunden aus Kanada, der in mehr als tausend Filialen die mobile Warenwirtschaftslösung von GK einführen wird. Der Name des Kunden wurde zwar nicht bekanntgegeben, doch angesichts der bisher überschaubaren Kundenanzahl in Kanada und der großen Anzahl der betroffenen Filialen dürfte es sich dabei um Loblaw Companies handeln, den führenden Einzelhändler des nordamerikanischen Landes. Trifft dies zu, wäre der Auftrag als ein großer strategischer Erfolg zu werten, weil damit auch die Aussicht auf weitere große Beauftragungen verbunden wäre. Der zweite Neuauftrag, in dessen Rahmen ein führender Warenhaus- und Boutiquebetreiber Mexikos mehr als 1.300 stationäre und mobile Kassen mit der POS-Lösung von GK ausstatten wird, wurde von einem Partner akquiriert, der auch die Produkteinführung übernehmen wird.

Schätzungen angehoben

Vor dem Hintergrund der Deutlichkeit, mit der der Vorstand ein starkes viertes Quartal in Aussicht gestellt hat, halten wir die Erfolgswahrscheinlichkeit weiterer Abschlüsse für sehr hoch. Aus diesem Grund und vor dem Hintergrund der sehr dynamischen Umsatzentwicklung im bisherigen Jahresverlauf haben wir uns entschlossen, unsere Schätzungen für das vierte Quartal und somit auf für das Gesamtjahr 2015 anzuheben. Statt mit 58 Mio. Euro Umsatz kalkulieren wir nun mit 60 Mio. Euro, gleichzeitig haben wir die Aufwandsansätze, die sich bisher mit einer Ausnahme im Rahmen unserer Erwartungen entwickelt haben, weitgehend unverändert gelassen. Bei der einen Ausnahme handelt es sich um den Materialaufwand, der nach dem steilen Anstieg bereits nach neun Monaten unseren bisherigen Schätzwert für das Gesamtjahr erreicht hatte. Hier haben wir deswegen eine deutliche Anhebung vorgenommen. In Summe überwiegt aber der Umsatzeffekt, so dass sich unsere EBITDA-Schätzung für 2015 nun auf 3,1 Mio. Euro erhöht hat (bisher: 2,9 Mio. Euro). Auf dieser Basis lautet unser Schätzwert für das dies-

jährige Vorsteuerergebnis -0,6 Mio. Euro bzw. ein Nettoverlust von 0,4 Mio. Euro. Wir halten zwar auch die Rückkehr in die schwarzen Zahlen für möglich, haben uns aber bewusst für den vorsichtigeren Ansatz entschieden. Da wir die hohe diesjährige Wachstumsdynamik und insbesondere das anziehende Lizenzgeschäft als ein Indiz dafür sehen, dass sich der Investitionsstau langsam aufzulösen beginnt, und da GK Software für diese Situation bestens vorbereitet ist, haben wir auch unsere Wachstumsschätzungen für die Folgejahre etwas angehoben. Daraus ergibt sich insgesamt eine deutliche Aufwärtsverschiebung des von uns unterstellten Umsatzpfades.

Herausforderung Profitabilität

Unverändert gelassen haben wir hingegen die Margenannahmen für die Folgejahre. Damit kalkulieren wir mit einer deutlich moderateren Erholung der Profitabilität als das Management, das auf Sicht von drei bis vier Jahren wieder eine EBIT-Marge von mehr als 15 Prozent anstrebt. Unser Modell sieht für das Jahr 2018 eine EBIT-Marge von 10,3 Prozent vor. Diese Vorsicht sehen wir in der jüngsten Entwicklung begründet. Wie wir schon anlässlich der Kommentierung der Halbjahreszahlen ausgeführt 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 Software zwar die Wahrscheinlichkeit für die Kundengewinnung deutlich erhöht, gleichzeitig benötigt das Unternehmen aber inzwischen deutlich mehr Lizenzerlöse, 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. Anders als in den Vorjahren, liegt die Herausforderung im Hinblick auf eine nachhaltig höhere Profitabilität somit nicht nur in höheren Lizenzeinnahmen, sondern noch viel mehr in einer verbesserten Effizienz und Produktivität des Bestandsgeschäfts. Das rasante Wachstum des Unternehmens und vor allem des Mitarbeiterstamms muss offensichtlich organisatorisch und bezüglich der Mitarbeiterführung noch verdaut werden. Da das Unternehmen diese Herausforderungen angenommen

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	60,0	69,0	77,3	84,7	92,3	100,1	108,1	116,8
Umsatzwachstum		15,0%	12,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
EBIT-Marge	-0,6%	5,2%	8,6%	10,3%	11,7%	13,0%	14,2%	15,3%
EBIT	-0,3	3,6	6,7	8,7	10,8	13,0	15,3	17,9
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-0,1	1,1	2,0	2,6	3,2	3,9	4,6	5,4
NOPAT	-0,2	2,5	4,7	6,1	7,6	9,1	10,7	12,5
+ Abschreibungen & Amortisation	3,5	4,6	3,3	3,0	2,8	2,7	2,6	2,5
+ 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	3,2	7,1	8,0	9,1	10,4	11,8	13,3	15,0
- Zunahme Net Working Capital	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	3,0	0,0	-0,1
- Investitionen AV	-18,9	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3
Free Cashflow	-16,2	5,0	5,7	6,7	8,3	12,6	11,1	12,7

SMC Schätzmodell

und im Jahresverlauf bereits zahlreiche Weichenstellungen zur Verbesserung der Strukturen vorgenommen hat, sind wir aber zuversichtlich, dass es zukünftig wieder besser gelingen wird, die sich aus der sehr starken Marktposition bietenden Potenziale in Gewinne umzumünzen.

Unveränderte Rahmendaten

Diese Überzeugung ist die Basis für unser Schätzmodell, dessen Zusammenfassung sich in der Tabelle auf dieser Seite befindet. 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 unverändert 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: 44,40 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

Unternehmenswert von 35,52 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 44,40 Euro. Angesichts der ausgeprägten Abhängigkeit der Ergebnisse von einzelnen Lizenzabschlüssen halten wir zudem das Prognoserisiko weiterhin für hoch, weswegen wir unverändert fünf von sechs möglichen Punkten vergeben. Eine Reduktion werden wir bei einer absehbaren Verbesserung der Profitabilität des Bestandsgeschäfts vornehmen.

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 38,20 bis 55,60 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,0%	55,60	52,04	49,08	46,58	44,43
7,5%	52,02	49,06	46,56	44,42	42,56
8,0%	49,04	46,54	44,40	42,55	40,92
8,5%	46,52	44,38	42,53	40,91	39,48
9,0%	44,37	42,51	40,89	39,47	38,20

Fazit

GK Software hat auch im dritten Quartal die hohe Dynamik des ersten Halbjahrs beibehalten und den Umsatz im Vorjahresvergleich um über 46 Prozent gesteigert. Sehr erfreulich haben sich dabei gerade die margenstarken Lizenzerlöse entwickelt, weswegen beim Quartals-EBITDA ein nahezu ausgeglichener Wert erreicht werden konnte. Für das vierte Quartal hat das Management eine Fortsetzung dieser Entwicklung in Aussicht gestellt, in Abhängigkeit vom Abschluss einiger bereits sehr weit verhandelter Aufträge bestehe sogar die Chance auf eine Rückkehr in die schwarzen Zahlen.

Angesichts der anhaltend hohen Wachstumsdynamik und der Deutlichkeit der unternehmensseitigen Zuversicht bezüglich des Verlaufs des vierten Quartals haben wir unsere Schätzung für das laufende Jahr nach oben revidiert und rechnen für das Gesamtjahr nur noch mit einem geringen Fehlbetrag. Ebenfalls angehoben haben wir die Umsatzerwartung für die nächsten Jahre.

Wie die hohe und zuletzt sogar noch zunehmende Dynamik signalisiert, scheinen die hohen Vorleistungen der letzten Jahre nun zu beginnen, sich spürbar auszuzahlen. Um aber die vollen Ertragspotenziale dieser Entwicklung zu realisieren und nicht nur umsatzseitig zu wachsen, muss GK Software die Produktivität der massiv vergrößerten Organisation deutlich erhöhen. Da bereits wichtige und überzeugende Maßnahmen in diese Richtung eingeleitet worden sind, sind wir zuversichtlich, dass dies tatsächlich gelingt und unterstellen für die kommenden Jahre einen sukzessiven Wiederanstieg der Margen. Obwohl wir dabei deutlich unter der mittelfristigen Margenprognose des Vorstands bleiben, sehen wir den fairen Wert der Aktie (inkl. der unterstellten Übernahmeprämie) mit aktuell 44,40 Euro spürbar über dem aktuellen Kurs. Die Anhebung gegenüber dem letzten Update ist dabei hauptsächlich der erhöhten Umsatzreihe geschuldet. Aufgrund der gleichzeitig fortbestehenden erhöhten Ergebnisunsicherheit bleibt unser Rating bei „Speculative Buy“.

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	31,4	28,6	27,2	26,2	25,4	24,9	24,5	24,3
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	5,8	6,2	6,6	7,0	7,4	7,8	8,1
II. UV Summe	28,7	25,2	29,0	34,0	40,3	44,8	48,6	54,7	60,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	30,6	30,2	32,4	36,8	42,4	46,7	51,4	56,5	61,8
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	9,4	9,4	7,9	6,1	3,4	2,2	0,9
2. Kurzfristiges FK	7,6	11,4	12,2	11,2	12,2	13,3	14,4	16,0	17,8
BILANZSUMME	44,7	56,5	57,6	61,2	66,5	70,2	73,4	79,2	85,1

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	60,0	69,0	77,3	84,7	92,3	100,1	108,1	116,8
Gesamtleistung	45,1	60,3	69,3	77,6	85,0	92,6	100,5	108,5	117,2
Rohertrag	40,0	53,3	62,2	69,8	76,6	83,7	91,0	98,4	106,5
EBITDA	0,0	3,1	8,2	10,0	11,7	13,6	15,7	17,9	20,4
EBIT	-3,0	-0,3	3,6	6,7	8,7	10,8	13,0	15,3	17,9
EBT	-3,0	-0,5	3,1	6,4	8,6	10,9	13,3	16,0	18,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,9	-0,4	2,2	4,5	6,0	7,6	9,3	11,2	13,1
JÜ	-1,9	-0,4	2,2	4,5	6,0	7,6	9,3	11,2	13,1
EPS	-1,04	-0,20	1,16	2,37	3,19	4,04	4,92	5,91	6,92

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	2,5	6,4	7,4	8,6	10,4	15,0	13,7	15,5
CF aus Investition	-1,6	-18,9	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3
CF Finanzierung	-1,6	11,5	-2,3	-2,2	-2,2	-5,4	-7,8	-7,2	-9,1
Liquidität Jahresanfa.	13,7	10,2	5,3	7,6	10,9	15,4	18,3	23,4	27,7
Liquidität Jahresende	10,2	5,3	7,6	10,9	15,4	18,3	23,4	27,7	31,8

Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	5,1%	34,5%	15,0%	12,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
Rohermargemarge	89,6%	88,8%	90,1%	90,3%	90,5%	90,7%	90,9%	91,0%	91,2%
EBITDA-Marge	0,1%	5,2%	11,8%	12,9%	13,9%	14,8%	15,7%	16,6%	17,4%
EBIT-Marge	-6,8%	-0,6%	5,2%	8,6%	10,3%	11,7%	13,0%	14,2%	15,3%
EBT-Marge	-6,7%	-0,9%	4,5%	8,3%	10,2%	11,8%	13,3%	14,8%	16,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	-4,2%	-0,6%	3,2%	5,8%	7,1%	8,3%	9,3%	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),

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 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
09.09.2015	Speculative Buy	39,40 Euro	1), 3), 4)
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.