

15. September 2016
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

GK Software AG

Positives EBIT dank hoher
Lizenz Erlöse

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **45,76 Euro** | Kursziel: **54,90 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:	820
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	45,76 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	1,89 Mio. Stück
Market Cap:	86,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	94,2 Mio. Euro
Free-Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	48,40 / 28,90 Euro
Ø Umsatz (12 M):	44,0 Tsd. Euro

GK Software hat im zweiten Quartal die hohe Dynamik vom Jahresanfang sogar noch weiter gesteigert und in Summe des ersten Halbjahres den Umsatz um mehr als 30 Prozent erhöht. Stark überproportional haben dabei die Lizenzerlöse zugelegt, weswegen der Spezialist für Einzelhandelssoftware endlich auch ergebnisseitig deutliche Verbesserungen vermelden und auf EBIT- und EBT-Basis in die Gewinnzone zurückkehren konnte. Auch bereinigt um die volatilen Lizenzerlöse hat sich die Profitabilität verbessert, wenn auch nicht in dem von uns erwarteten Umfang. Dies ist vor allem dem anhaltend hohen Personalwachstum geschuldet, mit dem GK seine weltweite Lieferfähigkeit rasch ausbaut und dafür auch vorübergehende Margen- und Ergebniseinbußen hin nimmt. Gerade vor dem Hintergrund der derzeit schwächelnden Konkurrenz liegt der Hauptfokus der Sachsen verständlicherweise auf der Steigerung des eigenen Marktanteils, was nicht zuletzt dank der engen Partnerschaft mit SAP zu gelingen scheint. Wir rechnen auch für die nächsten Quartale mit einem lebhaften Lizenzgeschäft und mit hohem Wachstum und sehen den fairen Wert der Aktie von GK-Software bei 54,90 Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	42,5	44,6	62,6	72,0	80,6	88,3
EBIT (Mio. Euro)	1,0	-3,0	-1,3	1,0	5,1	7,3
Jahresüberschuss	0,6	-1,9	-1,5	0,2	3,0	4,9
EpS	0,34	-1,04	-0,79	0,12	1,60	2,61
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,50
Umsatzwachstum	49,4%	5,1%	40,3%	15,0%	12,0%	9,5%
Gewinnwachstum	-42,8%	-	-	-	1189,9%	62,6%
KUV	2,04	1,94	1,38	1,20	1,07	0,98
KGV	143,9	-	-	368,0	28,5	17,5
KCF	47,3	-	39,4	20,3	12,9	10,9
EV / EBIT	90,1	-	-	97,8	18,6	12,9
Dividendenrendite	0,5%	0,5%	0,0%	0,0%	0,6%	1,1%

Wachstumssprung im zweiten Quartal

Im zweiten Quartal hat GK Software eine beeindruckende Wachstumsdynamik erreicht und mit einem Umsatzplus von 41,6 Prozent auf 19,7 Mio. Euro die Potenziale der exzellenten Marktpositionierung und der engen SAP-Partnerschaft klar demonstriert. Getragen wurde diese Dynamik insbesondere vom Lizenzgeschäft, das sich gegenüber dem Vorjahresquartal auf 3,8 Mio. Euro mehr als vervierfacht hat. GK Software berichtet diesbezüglich von vier mit Hilfe von SAP neu gewonnenen Kunden, die insgesamt rund 3.000 Filialen mit rund 6.000 Systemen von GK ausstatten werden. Insbesondere die komplett neu entwickelte und erst seit Jahresbeginn vermarktete neue Kassenslösung OmniPOS stoße nach Unternehmensangaben auf eine sehr rege Nachfrage. Darüber hinaus profitieren die Sachsen aber auch von der lebhaften Nachfrage von Bestandskunden nach weiteren Produkten und Funktionalitäten, außerhalb des Kerngeschäfts GK/Retail haben sich zudem auch die Lizenzerlöse für Eurosuite, die Kassenslösung für kleinere Kunden, die innerhalb des Segments IT-Services entwickelt und vermarktet wird, vervielfacht. Sehr dynamisch haben sich aber auch die anderen beiden Haupteinnahmequellen Dienstleistungen und Wartung entwickelt, die um 51 resp. um 16 Prozent zugelegt haben. GK Software begründet die starke Zunahme des Dienstleistungsgeschäfts sowohl mit den umfangreichen Implementierungsprojekten bei den Neukunden der letzten 18 Monate als auch mit dem anhaltend hohen Bedarf von Bestandskunden für individuelle Anpassungen, Änderungen und Erweiterungen.

Zweites Quartal klar profitabel

Die sehr gute Umsatzdynamik und insbesondere das lebhaftes Lizenzgeschäft des zweiten Quartals haben auf Quartalsbasis die Rückkehr in die Gewinnzone ermöglicht. Bei einer EBITDA-Marge von 14,2 Prozent hat GK zwischen April und Juni einen operativen Überschuss von 2,8 Mio. Euro erwirtschaftet. Vor Steuern und Zinsen verblieb hiervon ein Gewinn von 1,8 Mio. Euro, das Nettoquartalsergebnis wurde von -1,6 Mio. Euro auf +1,3 Mio. Euro um fast 3 Mio. Euro verbessert.

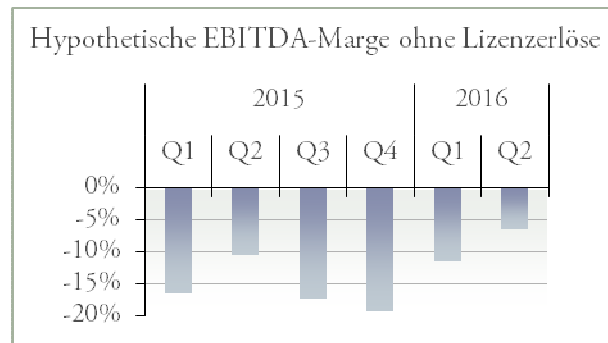
Geschäftszahlen	Q2 2015	Q2 2016	Änderung
Umsatz	13,87	19,65	+41,6%
Lizenzen	0,86	3,79	+343,2%
Dienstleistungen	7,37	11,12	+50,9%
Wartung	4,90	5,67	+15,7%
EBITDA	-0,50	2,79	-
EBITDA-Marge	-3,6%	14,2%	
EBIT	-1,40	1,78	-
EBIT-Marge	-10,1%	9,0%	
Vorsteuerergebnis	-1,43	1,67	-
Vorsteueremarge	-10,3%	8,5%	
Nettoergebnis	-1,64	1,34	-
Netto-Marge	-11,8%	6,8%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Operative Profitabilität verbessert

Die starke Zunahme der Gewinnkennzahlen ist neben dem Umsatzwachstum der nur unterproportionalen Entwicklung der wichtigsten Aufwandsposten zu verdanken. Obwohl GK Software seinen Mitarbeiterstamm seit dem Jahreswechsel um 11 Prozent auf 820 ausgeweitet hat (allein zwischen April und Juni wurden netto weitere 26 Mitarbeiter eingestellt), blieb das Wachstum des Personalaufwands mit 16,6 Prozent weit hinter der Umsatzausweitung. Noch mehr gilt dies für den Materialaufwand, der im zweiten Quartal im Vorjahresvergleich sogar rückläufig gewesen ist, und für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die um lediglich 3,6 Prozent zugenommen haben. Diese Verbesserung der Aufwandsquoten ist zwar auch dem verbesserten Umsatzmix in Folge des dynamischen Wachstums der Lizenzerlöse zu verdanken, deren Anteil sich im zweiten Quartal auf 19,3 Prozent der Gesamtumsätze erhöhte, aber nicht nur. Selbst bereinigt um die Lizenzerlöse hat sich das EBITDA deutlich besser als der Umsatz entwickelt, die entsprechende hypothetische EBITDA-Marge, die schon im ersten Quartal eine deutliche Verbesserung gezeigt hatte, ist zwischen April und Juni mit -6,4 Prozent auf den besten Wert seit Mitte 2014 geklettert. Dies werten wir als ein wich-

tiges Indiz, dass GK Software bei den Bestrebungen, die Effizienz und Produktivität der rasant gewachsenen Organisation zu erhöhen und damit eine nachhaltige Profitabilitätssteigerung zu erreichen, gute Fortschritte macht.



Quelle: Unternehmen

Hohe Steuerquote belastet

Auch in Summe der ersten sechs Monate konnten die Sachsen ein positives operatives Ergebnis erwirtschaften. Bei einem Umsatz von 35,1 Mio. Euro (+30,6 Prozent) hat sich das EBITDA um 3,0 Mio. Euro auf 2,3 Mio. Euro und das EBIT um 2,6 Mio. Euro auf 0,3 Mio. Euro verbessert. Damit ist es gelungen, die hohen Abschreibungen auf die Kaufpreisbestandteile der letztjährigen Akquisition von DBS zu kompensieren und zum ersten Mal seit 2012 ein positives Halbjahres-EBIT auszuweisen. Auch das Vorsteuerergebnis ist – minimal – ins Plus zurückgekehrt, während das Nettoergebnis durch die fehlende steuerliche Anrechenbarkeit der Verluste der ausländischen Töchter belastet wurde und mit -0,2 Mio. Euro in der Verlustzone blieb.

Free-Cashflow ausgeglichen

Positiv verändert hat sich auch der operative Cashflow, der insbesondere von der verbesserten Ergebnissituation profitierte und von -0,4 auf +1,3 Mio. Euro ins Plus drehte. Da sich zudem der Investitions-Cashflow, der im Vorjahr aufgrund der DBS-Transaktion einen Mittelabfluss von 17,7 Mio. Euro ausgewiesen hatte, nun auf -1,5 Mio. Euro normalisiert hat, blieb der Free-Cashflow mit -0,2 Mio. Euro nahezu ausgeglichen. Nach planmäßigen Nettotilgungen von 0,8 Mio. Euro reduzierte sich die Cash-

Position im ersten Halbjahr um 1,0 Mio. Euro auf 5,4 Mio. Euro. Die Nettoverschuldung hat sich infolgedessen gegenüber dem Jahreswechsel auf 7,7 Mio. Euro erhöht, auch die Eigenkapitalquote hat minimal auf 42,5 Prozent abgenommen (31.12.: 42,7 Prozent).

Geschäftszahlen	HJ 2015	HJ 2016	Änderung
Umsatz	26,86	35,08	+30,6%
Lizenzen	2,53	4,95	+96,0%
Dienstleistungen	13,67	17,68	+29,4%
Wartung	9,64	10,69	+10,9%
EBITDA	-0,69	2,31	-
EBITDA-Marge	-2,6%	6,6%	
EBIT	-2,28	0,31	-
EBIT-Marge	-8,5%	0,9%	
Vorsteuerergebnis	-2,31	0,11	-
Vorsteueremarge	-8,6%	0,3%	
Nettoergebnis	-2,91	-0,21	-
Nettomarge	-10,8%	-0,6%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Prognosen bestätigt

Wie schon nach dem ersten Quartal, hat GK Software auch nach den Halbjahreszahlen seine Prognose bestätigt, ohne sie jedoch im Hinblick auf das laufende Jahr zu konkretisieren. Bis 2018 wollen die Sachsen den Umsatz auf rund 90 Mio. Euro steigern und dabei im Kerngeschäft eine EBIT-Marge in der Größenordnung von rund 15 Prozent erzielen. Allerdings betont das GK-Management, dass die Entwicklung nicht zwingend linear verlaufen müsse und dass ein erneut negatives Ergebnis im laufenden Jahr nicht ausgeschlossen sei.

Gewinnschätzungen reduziert

Im Hinblick auf unsere Schätzungen für 2016 haben wir in Reaktion auf die Halbjahreszahlen kleinere Änderungen vorgenommen. Da unsere Umsatzschätzung von 72,0 Mio. Euro bereits zu 48,7 Prozent erreicht ist und angesichts der von GK berichteten hohen Auslastung und der unverändert sehr gut gefüllten Vertriebspipeline sehen wir diese Marke daher als

sehr gut erreichbar. Demgegenüber sind die ergebnisseitigen Fortschritte im bisherigen Jahresverlauf etwas zu langsam gewesen, um diese Einschätzung auch hinsichtlich unserer Gewinnschätzung zu rechtfertigen. Zum einen war das erste Quartal relativ schwach ausgefallen, zum anderen wurde auch im zweiten Quartal der Personalaufbau mit unveränderter Intensität fortgesetzt. Dies bedingt für das Unternehmen zunächst hohe Einarbeitungskosten und kann teilweise auch die Produktivität der übrigen Mitarbeiter belasten. Da GK eine Fortsetzung des Kapazitätsaufbaus angekündigt und eine klare Prioritätensetzung hinsichtlich der weiteren Expansion formuliert hat, sehen wir dies als Hinweis, dass die Profitabilitätsfortschritte im laufenden Jahr noch moderat bleiben könnten. Dies umso mehr, als GK selbst ein negatives Ergebnis nicht ausschließen will. Ohne weitere Lizenzerlöse wäre dies ein verständliches Szenario, das wir angesichts der zuletzt zu beobachtenden Dynamik im Neugeschäft aber nicht für wahrscheinlich halten. Vielmehr gehen wir davon aus, dass die Sachsen die Lizenzerlöse im zweiten Halbjahr im Vergleich mit dem ersten Halbjahr weiter steigern werden und dass sie, in Verbindung mit weiteren Effizienzverbesserungen im Dienstleistungsgeschäft, die Profitabilität weiter erhöhen können. Allerdings haben wir vorsichtshalber unsere EBITDA-Schätzung von zuletzt 5,7 Mio. Euro auf nun 5,0 Mio. Euro abgesenkt. Durch den zusätzlich leicht erhöhten Ansatz für Abschreibungen hat sich unsere EBIT-Schätzung auf 1,0 Mio. Euro halbiert, zusätzlich haben wir den für 2016 unterstellten rechnerischen Steuersatz auf 45 Prozent angehoben. Daraus ergibt sich für 2016 eine deutlich reduzierte Schätzung für den Nettogewinn in Höhe von 0,2 Mio. Euro (bisher: 0,9 Mio. Euro). Da wir aber die grundsätzlichen Trends wie hohes Wachstum und sukzessive Margengesundung als intakt einstufen, haben wir die Schätzungen für die Folgejahre weitestgehend unverändert gelassen, die EBIT-Marge

zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums taxieren wir weiterhin auf 14,3 Prozent.

Unveränderte Rahmendaten

Die Zusammenfassung des von uns für die nächsten acht Jahre unterstellten modellhaften Geschäftsverlaufs findet sich in der Tabelle auf der nächsten Seite, weitere Details können den Tabellen im Anhang entnommen werden. Im Anschluss an den darin abgebildeten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir unverändert mit einer EBIT-Marge von 7,1 Prozent und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent. Für die Herleitung der Rahmendaten unseres Modells verweisen wir auf die umfangreiche Studie vom 17. Mai 2016.

Kursziel: 54,90 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 43,93 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 54,90 Euro. Die Erhöhung gegenüber dem bisherigen Ansatz ist dabei vor allem dem starken zeitlichen Rollover-Effekt des ausgeprägten Wachstumsmodells geschuldet. Demgegenüber haben wir unsere Einschätzung des Schätzrisikos unverändert gelassen. Angesichts der ausgeprägten Abhängigkeit der Ergebnisse von einzelnen Lizenzabschlüssen halten wir die Einstufung mit fünf von sechs möglichen Punkten weiterhin für angemessen. Eine Reduktion dieser Einschätzung werden wir bei einer absehbaren Verbesserung der Profitabilität des Bestandsgeschäfts vornehmen.

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	72,0	80,6	88,3	96,2	104,4	112,8	121,8	130,3
Umsatzwachstum		12,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%
EBIT-Marge	1,3%	6,3%	8,3%	10,2%	11,6%	12,8%	13,8%	14,3%
EBIT	1,0	5,1	7,3	9,9	12,1	14,5	16,8	18,6
Steuersatz	45,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,4	1,8	2,2	3,0	3,6	4,3	5,1	5,6
NOPAT	0,5	3,3	5,1	6,9	8,5	10,1	11,8	13,0
+ Abschreibungen & Amortisation	4,0	3,7	3,2	2,5	2,3	2,1	2,2	2,3
+ 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	4,6	7,0	8,3	9,4	10,8	12,3	14,0	15,3
- Zunahme Net Working Capital	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	2,7	-0,5	-0,6	-0,8
- Investitionen AV	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6
Free Cashflow	2,5	4,8	5,9	6,8	11,1	9,3	10,8	11,9

SMC Schätzmodell

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 7,0 und 9,0 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 46,29 bis 70,03 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,0%	70,03	66,16	62,94	60,22	57,89
7,5%	64,37	61,26	58,63	56,38	54,43
8,0%	59,64	57,09	54,92	53,03	51,39
8,5%	55,61	53,51	51,69	50,10	48,69
9,0%	52,15	50,39	48,85	47,49	46,29

Fazit

Das erste Halbjahr ist für GK Software erfolgreich verlaufen. Mit einem hohen Umsatzwachstum von über 30 Prozent und deutlichen Verbesserungen beim Ergebnis hat der Softwarespezialist ein Ausruferzeichen gesetzt. Besonders erfreulich war dabei die hohe Dynamik der Lizenz Erlöse, mit der sich die hohen Vorleistungen in die Internationalisierung auszahlten beginnen. Durch die Kombination aus moderner Software, die gerade in der aktuellsten, erst zu Jahresbeginn lancierten Omnichannel-Version auf ein reges Interesse stößt, der erweiterten internationalen Präsenz und der engen SAP-Partnerschaft dürfte sich der Wachstumstrend auch in den kommenden Quartalen fortsetzen.

Wir basieren unsere Wertermittlung folglich weiterhin auf einem Szenario mit hohem Umsatzwachstum und einer schrittweisen Erholung der Profitabilität. Diese war bereits im ersten Halbjahr zu beobachten, blieb aber aufgrund des ebenfalls weiterhin hohen

Tempos des Personalwachstums etwas hinter unseren Schätzungen. Bei entsprechenden Erfolgen im Lizenzgeschäft halten wir zwar die Erreichung oder gar das Übertreffen unserer bisherigen Schätzung weiterhin für möglich, doch im Rahmen einer konservativen Vorgehensweise haben wir unsere Gewinnerwartungen für 2016 abgesenkt.

Trotzdem signalisiert unser Bewertungsmodell (inkl. der unterstellten Übernahmeprämie) einen fairen Wert, der mit 54,90 Euro rund 20 Prozent über dem aktuellen Kurs liegt. Da wir zudem die Positionierung von GK Software für außerordentlich attraktiv halten und eine Entwicklung in die richtige Richtung sehen, sehen wir unsere Kaufempfehlung weiterhin gut begründet. In Verbindung mit der erhöhten Prognoseunsicherheit aufgrund der ausgeprägten Ergebnisabhängigkeit von einzelnen Lizenzabschlüssen vergeben wir deswegen unverändert das Rating „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
AKTIVA									
I. AV Summe	34,5	32,5	30,9	29,9	29,7	29,8	30,1	30,5	30,8
1. Immat. VG	25,2	22,8	20,7	19,3	18,7	18,5	18,5	18,5	18,5
2. Sachanlagen	5,8	6,2	6,6	7,0	7,4	7,8	8,1	8,5	8,8
II. UV Summe	33,3	33,7	37,4	42,0	47,2	51,3	56,2	61,1	65,9
PASSIVA									
I. Eigenkapital	29,0	29,2	32,2	36,7	42,6	47,0	51,8	56,7	61,7
II. Rückstellungen	4,1	4,6	5,1	5,6	6,2	6,7	7,2	7,8	8,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	14,4	11,9	9,9	9,9	7,8	6,2	5,3	4,1	2,9
2. Kurzfristiges FK	20,3	20,5	21,1	19,7	20,4	21,2	22,0	22,9	23,8
BILANZSUMME	67,8	66,2	68,3	71,9	76,9	81,1	86,3	91,5	96,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	62,6	72,0	80,6	88,3	96,2	104,4	112,8	121,8	130,3
Gesamtleistung	63,1	72,4	81,1	88,8	96,8	105,0	113,3	122,4	130,9
Rohertrag	54,9	63,8	71,6	78,6	85,9	93,4	101,1	109,4	117,1
EBITDA	2,2	5,0	8,8	10,5	12,4	14,4	16,6	19,0	20,8
EBIT	-1,3	1,0	5,1	7,3	9,9	12,1	14,5	16,8	18,6
EBT	-1,4	0,4	4,7	7,0	9,8	12,2	14,8	17,3	19,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,5	0,2	3,0	4,9	6,8	8,6	10,4	12,1	13,5
JÜ	-1,5	0,2	3,0	4,9	6,8	8,6	10,4	12,1	13,5
EPS	-0,79	0,12	1,60	2,61	3,61	4,53	5,49	6,42	7,12

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	2,2	4,3	6,7	8,0	9,1	13,6	12,0	13,7	15,0
CF aus Investition	-18,6	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6
CF Finanzierung	12,6	-2,0	-2,2	-2,7	-3,2	-5,8	-6,5	-8,4	-9,7
Liquidität Jahresanfa.	10,2	6,4	6,6	8,9	12,0	15,6	21,0	24,0	26,8
Liquidität Jahresende	6,4	6,6	8,9	12,0	15,6	21,0	24,0	26,8	29,4

Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	40,3%	15,0%	12,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%
Rohermargemarge	87,6%	88,6%	88,8%	89,0%	89,2%	89,4%	89,6%	89,8%	89,9%
EBITDA-Marge	3,5%	6,9%	10,9%	11,9%	12,9%	13,8%	14,7%	15,6%	16,0%
EBIT-Marge	-2,0%	1,3%	6,3%	8,3%	10,2%	11,6%	12,8%	13,8%	14,3%
EBT-Marge	-2,2%	0,6%	5,8%	8,0%	10,1%	11,7%	13,1%	14,2%	14,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,4%	0,3%	3,8%	5,6%	7,1%	8,2%	9,2%	10,0%	10,3%

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
03.06.2016	Speculative Buy	54,20 Euro	1), 3)
17.05.2016	Speculative Buy	54,20 Euro	1), 3)
08.12.2015	Speculative Buy	44,40 Euro	1), 3)
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)

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.