

04. Dezember 2019  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# GK Software SE

## Ergebnisverbesserung erkennbar

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 62,60 Euro | Kursziel: 83,20 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	1.173
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Ticker:</b>	GKS:GR
<b>Kurs:</b>	62,60 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	2,02 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	126,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	148,5 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	ca. 44,3 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	87,00 / 53,60 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	112,6 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat das Wachstumstempo im dritten Quartal spürbar beschleunigt und auch das Ergebnis gegenüber dem ersten Halbjahr deutlich verbessert. Beides ist teilweise der Abrechnung von Leistungen aus Vorperioden zu verdanken, doch auch bereinigt um diesen Effekt wäre das Quartals-EBITDA nach Unternehmensangaben klar positiv ausgefallen. Da GK Software im dritten Quartal keine nennenswerten Erlöse aus Produktlizenzen erzielt hat, verdeutlicht die Ergebnisentwicklung die großen Profitabilitätsfortschritte, die GK Software im Dienstleistungsgeschäft und hier insbesondere in Nordamerika erzielt hat. Auch wenn auf Neunmonatsbasis die Ergebnisse noch tiefrot sind, sieht sich GK Software auf dieser Grundlage auf einem guten Weg, um sowohl die Prognose für dieses Jahr (Ergebnisverbesserung gegenüber 2018), als auch die Zielsetzung, ab 2020 eine EBIT-Marge von rund 15 Prozent zu erwirtschaften, zu erreichen. Im Hinblick auf das laufende Jahr stellt das Unternehmen die Zielerreichung aber unter den Vorbehalt, dass aus der weiterhin sehr gut gefüllten Vertriebs-Pipeline ausreichend Lizenzerlöse noch in diesem Monat generiert werden können. Unabhängig davon, ob es gelingt, dürfte die Talsohle der Ergebnisentwicklung aber inzwischen durchschritten sein.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	77,3	90,5	106,2	114,1	128,4	141,2
EBIT (Mio. Euro)	3,9	5,0	1,6	3,9	10,3	15,4
Jahresüberschuss	2,8	3,9	0,9	1,7	6,1	9,8
EpS	1,50	2,05	0,49	0,83	3,03	4,84
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	23,5%	17,0%	17,4%	7,5%	12,5%	10,0%
Gewinnwachstum	-	37,4%	-76,2%	80,9%	265,6%	59,9%
KUV	1,64	1,40	1,19	1,11	0,99	0,90
KGV	44,8	32,6	136,8	75,6	20,7	12,9
KCF	34,2	8,3	-	57,4	11,3	8,6
EV / EBIT	37,7	29,7	93,1	37,9	14,5	9,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%

## Projekt abrechnungen treiben Umsatz

GK Software hat im dritten Quartal 29,5 Mio. Euro umgesetzt und damit die Dynamik wieder erhöht. Nach neun Monaten summiert sich der Umsatz somit auf 79,8 Mio. Euro, 6,5 Prozent mehr als im Vorjahr. Wie schon im ersten Halbjahr, wurde dieses Wachstum vor allem im Kerngeschäft GK/Retail erzielt, dessen Umsatz um 9,3 Prozent auf 73,7 Mio. Euro gestiegen ist. Demgegenüber ist das kleinere Segment IT-Services in Folge des Verlustes des größten Kunden im zweiten Quartal 2018 um 19,0 Prozent auf 6,0 Mio. Euro geschrumpft. Die hohe Wachstumsdynamik des dritten Quartals wird allerdings etwas dadurch überzeichnet, dass GK Software im Sommer Leistungen im erheblichen Umfang fakturieren konnte, die bereits früher erbracht wurden. Auf Nachfrage beziffert das Unternehmen diesen Effekt auf einen niedrigen siebenstelligen Betrag.

## Kaum Lizenzerlöse in Q3

Eine Aufschlüsselung der Erlösarten für das dritte Quartal hat GK Software nicht vorgelegt, doch aus der Differenz der Neunmonats- und der Halbjahreswerte lässt sich ableiten, dass im dritten Quartal kaum Einnahmen aus Produktlizenzen erzielt wurden. Sehr stark haben sich hingegen die Wartungserlöse entwickelt, die zwischen Juli und September um fast 46 Prozent und in Summe der ersten drei Quartale um 15 Prozent zugelegt haben. Mit 23,8 Mio. Euro stammen damit fast 30 Prozent der Konzernerlöse aus Wartungsverträgen. Den mit Abstand größten Teil der Einnahmen hat GK Software im bisherigen Jahresverlauf aber erneut mit Dienstleistungen generiert, auf die 42,9 Mio. Euro bzw. 54 Prozent der gesamten Einnahmen entfallen sind. Mit Produktlizenzen sowie Lizenzen auf kundenindividuelle Softwareentwicklung hat GK Software in den ersten neun Monaten 11,6 Mio. Euro (Anteil: 15 Prozent) erzielt, rund 27 Prozent weniger als im gleichen Zeitraum 2018.

## Quartals-EBITDA sprunghaft verbessert

Trotz der Abwesenheit von größeren Lizenzverkäufen konnte GK Software im dritten Quartal ein EBITDA von 3,2 Mio. Euro ausweisen und damit den besten

Quartalswert seit dem zweiten Quartal 2017 erreichen. Auch wenn dieser Wert durch die Abrechnung von Leistungen aus Vorperioden deutlich überzeichnet ist, betont GK Software, dass das EBITDA auch ohne diesen Effekt positiv gewesen ist. Als wichtigsten Grund verweist das Unternehmen auf Nachfrage auf die endlich verbesserte Produktivität im Dienstleistungsgeschäft; die noch im letzten Jahr belastenden Probleme im US-Geschäft sind nach Unternehmensangaben inzwischen überwunden.

## Trendwende beim Personalwachstum

Im geringen Ausmaß könnten sich aber auch schon im dritten Quartal die ersten Effekte des Effizienz- und Sparprogramms ProFIT gezeigt haben, dessen volle Wirkung aber erst im nächsten Geschäftsjahr sichtbar werden soll. Bereits erkennbar ist aber eine deutliche Trendwende in der Personalentwicklung. Die Zahl der Mitarbeiter zum 30. September hat sich gegenüber dem Vorjahr zwar noch um 3 Prozent auf 1.173 erhöht, doch gegenüber dem Halbjahresstichtag ist sie um knapp 6 Prozent oder 74 Mitarbeiter gesunken. Da die Personalreduktion teilweise mit Einmalkosten einhergeht, spiegelt die Entwicklung des Personalaufwands diese Trendwende noch nicht wider, vielmehr hat sich dieser auch im dritten Quartal um knapp 17 Prozent gegenüber dem Vorjahr erhöht. In Summe der ersten neun Monate beträgt der Zuwachs 18 Prozent auf 59,1 Mio. Euro, womit die Personalaufwandsquote um 7,3 Prozentpunkte auf 74,1 Prozent gestiegen ist. Ebenfalls deutlich angestiegen sind die Abschreibungen, die sich wegen der hohen Investitionen im Vorjahr sowie wegen der Erstanwendung von IFRS 16 auf 6,6 Mio. Euro nahezu verdoppelt haben. Margenverbessernd haben sich hingegen der sonstige betriebliche Aufwand (wegen IFRS 16) sowie der Materialaufwand entwickelt. Der letztere reduzierte sich um fast ein Drittel auf 4,1 Mio. Euro, was vor allem auf den Rückgang der Hardware-Umsätze im Segment IT-Services zurückzuführen ist.

## EBIT klar negativ

In Summe der neun Monate erzielte GK Software ein EBITDA von +2,6 Mio. Euro und ein EBIT von -4,0

Mio. Euro. Während somit das EBITDA, das zum Halbjahr noch negativ war, wieder ins Plus zurückgekehrt ist, blieb das EBIT klar negativ, wenn auch gegenüber dem Halbjahr verbessert. Im Vergleich mit dem Vorjahr zeigen aber noch alle Ergebniskennzahlen eine deutliche Verschlechterung: während sich das EBITDA um ein Drittel reduzierte, hat sich der Nettoperiodenfehlbetrag auf -6,7 Mio. Euro mehr als sechsfacht.

Geschäftszahlen	9M 2018	9M 2019	Änderung
Umsatz	74,88	79,75	+6,5%
Produktlizenzen und Lizenzen kundenspezifische Entwicklung	15,88	11,56	-27,2%
Dienstleistungen	39,09	42,90	+9,8%
Wartung	20,74	23,76	+14,6%
EBITDA	3,83	2,61	-32,0%
EBITDA-Marge	5,1%	3,3%	
EBIT	0,30	-4,03	-
EBIT-Marge	0,4%	-5,1%	
Vorsteuerergebnis	-0,75	-5,23	-
Vorsteuermarge	-1,0%	-6,6%	
Nettoergebnis	-1,03	-6,74	-
Netto-Marge	-1,4%	-8,4%	
Free-Cashflow	-15,79	-3,12	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

### Free-Cashflow deutlich verbessert

Trotz der deutlichen Ergebnisverschlechterung hat sich der operative Cashflow der ersten drei Quartale im Vorjahresvergleich von -2,0 Mio. Euro auf einen leicht positiven Wert verbessert, was vor allem durch eine vorteilhaftere Veränderung des Working Capital ermöglicht wurde. Insbesondere konnte durch eine Reduktion der Forderungen ein positiver Cashflow-Effekt von 0,5 Mio. Euro erreicht werden, dem im Vorjahr noch eine Cash-Belastung von fast 3,0 Mio. Euro gegenüberstand. Da sich auch die investitionsbedingten Auszahlungen, die im Vorjahr noch akquisitionsbedingt bzw. durch den Ausbau des Hauptstandorts in Schöneck auf -13,8 Mio. Euro gestiegen waren, auf -3,2 Mio. Euro ermäßigt haben, konnte

der Free Cashflow von -15,8 auf -3,1 Mio. Euro sehr deutlich verbessert werden. Allerdings wird diese Verbesserung etwas durch den Effekt von IFRS 16 überzeichnet, da hierdurch Auszahlungen aus Leasing-Verbindlichkeiten in Höhe von 2,2 Mio. Euro aus dem operativen Cashflow in den Finanzierung-Cashflow umgegliedert wurden. Dass der Finanzierung-Cashflow dennoch mit 2,6 Mio. Euro positiv ausgefallen ist, ist auf den Zufluss von Eigenkapital aus Aktienoptionen (+0,5 Mio. Euro) sowie aus der im August platzierten Kapitalerhöhung (+5,1 Mio. Euro) zurückzuführen. Insgesamt reduzierte sich die Liquidität seit dem Jahresanfang um 0,5 Mio. Euro auf 12,6 Mio. Euro.

### Eigenkapital weitgehend stabil

Durch die Kapitalerhöhung konnte auch die negative Wirkung des Neunmonatsverlustes auf das Eigenkapital weitgehend kompensiert werden, welches deswegen mit 39,4 Mio. Euro nur leicht unter den Wert vom Jahresanfang (40,3 Mio. Euro) gesunken ist. Da sich gleichzeitig aber die Bilanzsumme etwas erhöht hat (wegen der Erstanwendung von IFRS 16, in deren Folge Miet- und Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 9,3 Mio. Euro passiviert wurden), ist die Eigenkapitalquote im bisherigen Jahresverlauf um 2,8 Prozentpunkte auf 33,4 Prozent moderat zurückgegangen.

### Partner SAP nicht mehr Aktionär

Eine überraschende Entwicklung gab es im Aktionärskreis, da der langjährige Partner SAP kurz nach dem Führungswechsel seinen rund fünfprozentigen Anteil an GK Software verkauft hat. Damit ist auch das Vorkaufsrecht, das SAP bis dato für die Anteile der beiden GK-Gründer besaß, erloschen. Unabhängig von dieser Entwicklung berichtet GK aber von einer weiterhin sehr engen und sehr intensiven Zusammenarbeit mit dem DAX-Konzern, die auch dadurch unterstrichen wird, dass die beiden Partner im Oktober den Aufbau eines gemeinsamen Teams bekanntgegeben haben, das unter dem Label Retail Excellence Centers die Kompetenzen für die Entwicklung von Lösungen für den Einzelhandel bündeln soll.

## Prognosen bestätigt

Auf der Grundlage der Neunmonatszahlen hat GK Software seine Prognose für 2019 bestätigt. Diese sieht eine „nicht unerhebliche“ Umsatzausweitung im Kerngeschäft GK/Retail sowie eine deutliche Ergebnisverbesserung vor. Unverändert gelassen wurde zudem die mittelfristige Prognose, den Umsatz bis 2020 gegenüber 2017 in etwa auf das Anderthalbfache und somit auf über 135 Mio. Euro zu steigern und dabei eine EBIT-Marge im Kerngeschäft von etwa 15 Prozent zu erwirtschaften. Wie schon bisher, stellt GK Software diese Prognose unter den Vorbehalt, dass die Kosten der Markterschließung oder Verzögerungen beim Abschluss von Verträgen bzw. von Projekten die Zielerreichung beeinträchtigen können. Speziell für das laufende Jahr betont GK außerdem, dass die Zielerreichung vom erfolgreichen Abschluss einiger Vertriebsgelegenheiten abhängt.

## Umsatzschätzung unverändert

Nach der Wachstumsbeschleunigung im dritten Quartal halten wir unsere Umsatzschätzung von 114,1 Mio. Euro für gut erreichbar. Sie impliziert für das vierte Quartal ein Umsatzwachstum von 10 Prozent, was vor allem dann möglich sein sollte, wenn es

GK Software gelingt, wieder Lizenz Erlöse im signifikanten Umfang zu generieren. Angesichts der sehr gut gefüllten Vertriebspipeline und der seitens des Vorstands gezeigten Zuversicht, diese auch zeitnah in entsprechende Abschlüsse ummünzen zu können, halten wir diese Annahme für sehr plausibel. Da wir auch die Schätzung bezüglich der Wachstumsraten in den Folgejahren unverändert gelassen haben, kalkulieren wir weiterhin mit einem stetigen Umsatzwachstum bis auf 203,6 Mio. Euro im Jahr 2026.

## EBIT-Schätzung reduziert

Erneut reduziert haben wir hingegen die Ergebnisschätzung für 2019 und reagieren damit auf die Kostenentwicklung, die auch im dritten Quartal noch über unseren Erwartungen lag. Auch wenn ein Teil dieser Kosten auf das ProFIT-Programm zurückzuführen ist und deswegen einmalig sein dürfte, rechnen wir damit, dass derartige Aufwendungen auch im vierten Quartal noch im signifikanten Umfang anfallen werden. Aus dieser Anpassung resultiert eine EBIT-Schätzung für 2019 von 3,9 Mio. Euro, rund 1,2 Mio. Euro weniger als zuletzt geschätzt, doch immerhin 2,3 Mio. Euro mehr als im letzten Geschäftsjahr. Unter dem Strich erwarten wir nun einen Gewinn von 1,7

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	114,1	128,4	141,2	153,9	166,2	177,9	190,3	203,6
Umsatzwachstum		12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	3,4%	8,0%	10,9%	12,1%	12,6%	13,0%	13,1%	13,2%
<b>EBIT</b>	<b>3,9</b>	<b>10,3</b>	<b>15,4</b>	<b>18,7</b>	<b>20,9</b>	<b>23,1</b>	<b>24,9</b>	<b>26,9</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,2	3,1	4,6	5,6	6,3	6,9	7,5	8,1
<b>NOPAT</b>	<b>2,7</b>	<b>7,2</b>	<b>10,8</b>	<b>13,1</b>	<b>14,7</b>	<b>16,1</b>	<b>17,5</b>	<b>18,9</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	8,8	7,0	6,4	5,9	5,6	5,3	5,1	5,0
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>11,5</b>	<b>14,2</b>	<b>17,2</b>	<b>19,0</b>	<b>20,2</b>	<b>21,5</b>	<b>22,6</b>	<b>23,8</b>
- Zunahme Net Working Capital	-8,2	-2,0	-1,5	-1,7	-2,0	-2,2	-2,4	-2,6
- Investitionen AV	-3,7	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>-0,4</b>	<b>8,3</b>	<b>11,6</b>	<b>13,0</b>	<b>13,9</b>	<b>14,9</b>	<b>15,7</b>	<b>16,6</b>

SMC Schätzmodell

Mio. Euro, der sich somit gegenüber 2018 fast verdoppeln würde. Demgegenüber haben wir die Margenschätzungen für die Folgejahre weitestgehend unverändert gelassen, sodass wir schon für 2020 mit einem kräftigen Sprung der EBIT-Marge auf 8 Prozent rechnen und zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2026 mit einer Ziel-EBIT-Marge von 13,2 Prozent kalkulieren. Damit bleiben wir aus Vorsicht weiterhin klar unter der unternehmenseigenen Zielsetzung von rund 15 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2019 bis 2026 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

### Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,8 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,0 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie: 5,4 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 35 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Wir arbeiten zur Risikoreduktion folglich weiter mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und kalkulieren nach wie vor im Anschluss mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

### Kursziel: 83,20 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 168,1 Mio. Euro bzw. 83,18 Euro je Aktie. Da wir nach dem Ausstieg von SAP aus

dem Aktionärskreis die Wahrscheinlichkeit für eine Übernahme durch den DAX-Konzern nicht mehr als sehr hoch einstufen, verzichten wir ab sofort auf die Berücksichtigung der 25-prozentigen Übernahmeprämie, die wir in den letzten Jahren auf den fundamental abgeleiteten fairen Wert aufgesetzt hatten. Stattdessen leiten wir das Kursziel nun wieder ausschließlich aus der fundamentalen Bewertung ab und taxieren es auf 83,20 Euro (zuvor: 105,00 Euro bzw. 84,33 Euro fundamental). Gegenüber dem aktuellen Kurs trauen wir der GK-Aktie somit ein Kurspotenzial von einem Drittel zu. Da die Gewinnentwicklung aufgrund der ausgeprägten Abhängigkeit von dem volatilen Lizenzgeschäft mit einer erhöhten Prognoseunsicherheit behaftet ist, was für das laufende Jahr wieder im besonderen Ausmaß gilt, halten wir die Risikoeinstufung unserer Schätzungen mit vier von sechs möglichen Punkten weiter für gerechtfertigt.

### Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,8 und 7,8 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 60,49 und 128,86 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,8%	128,86	115,58	105,06	96,52	89,45
6,3%	111,54	101,36	93,10	86,26	80,50
6,8%	97,79	89,80	<b>83,18</b>	77,61	72,86
7,3%	86,61	80,21	74,82	70,22	66,25
7,8%	77,34	72,13	67,68	63,84	60,49

## Fazit

---

GK Software hat sein Wachstum im dritten Quartal beschleunigt und den Umsatz im Kerngeschäft um mehr als 9 Prozent gesteigert. Dabei profitierte das Unternehmen aber auch von der Abrechnung von Leistungen aus Vorperioden, was sich entsprechend auch im Quartalsergebnis niedergeschlagen hat. Obwohl zwischen Juli und September kaum nennenswerte Lizenzerlöse erzielt wurden, konnte GK Software in diesen drei Monaten ein EBITDA von 3,2 Mio. Euro erzielen und damit den besten Quartalswert seit mehr als zwei Jahren. Dabei betont das Unternehmen, dass das EBITDA auch ohne die periodenfremden Erträge positiv gewesen wäre und sieht darin den Nachweis der deutlich verbesserten Profitabilität im Dienstleistungsgeschäft.

Auf dieser Basis und unter Verweis auf die noch für dieses Jahr erwarteten Lizenzabschlüsse hat GK Software seine Prognose für dieses Jahr bestätigt und geht folglich davon aus, das EBIT, das nach neun Monaten noch mit -4,0 Mio. Euro weit unter dem Vorjahreswert von +0,3 Mio. Euro gelegen hat, im Gesamtjahr gegenüber dem Geschäftsjahr 2018 (+1,6 Mio.

Euro) deutlich steigern zu können. Auch die mittelfristige Prognose, die schon für das nächste Jahr eine EBIT-Marge von rund 15 Prozent im Kerngeschäft in Aussicht stellt, hat das Management bekräftigt.

Wir sind in unseren Schätzungen zwar nicht ganz so optimistisch und kalkulieren für 2020 „lediglich“ mit 8 Prozent, doch auch dies würde in Verbindung mit dem erwarteten fortgesetzten Umsatzwachstum einen kräftigen Ergebnissprung ermöglichen. Auch in den Folgejahren bleiben wir hinsichtlich der Profitabilität unter den Zielen der Gesellschaft, sehen aber selbst auf dieser Basis für die GK-Aktie ein hohes Kurspotenzial. Gegenüber unserem letzten Update hat sich dieses allerdings spürbar reduziert, weil wir nach dem Ausstieg von SAP fortan darauf verzichteten, darin eine Übernahmeprämie zu berücksichtigen.

Doch mit 83,20 Euro bietet auch das neue Kursziel gegenüber dem aktuellen Kurs ein hohes Aufwärtspotenzial, auf dessen Basis wir das Urteil „Buy“ bestätigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	56,8	62,3	59,2	56,9	55,2	53,9	53,0	52,4	51,9
1. Immat. VG	30,0	27,3	25,3	23,6	22,4	21,4	20,6	20,0	19,5
2. Sachanlagen	22,7	30,8	29,8	29,1	28,7	28,4	28,3	28,2	28,3
II. UV Summe	54,3	63,6	70,4	80,7	71,7	76,4	81,8	87,2	92,9
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	40,3	47,6	53,7	63,5	69,7	75,0	80,7	86,7	93,1
II. Rückstellungen	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	26,8	26,8	25,9	25,7	19,5	18,8	18,8	18,8	18,8
2. Kurzfristiges FK	41,3	48,6	46,8	45,0	34,1	32,7	31,3	29,9	28,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>111,2</b>	<b>126,0</b>	<b>129,6</b>	<b>137,6</b>	<b>126,9</b>	<b>130,3</b>	<b>134,8</b>	<b>139,6</b>	<b>144,8</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	106,2	114,1	128,4	141,2	153,9	166,2	177,9	190,3	203,6
Gesamtleistung	106,2	114,1	128,4	141,2	153,9	166,2	177,9	190,3	203,6
Rohhertrag	98,4	109,0	123,2	135,6	147,8	159,6	170,8	182,7	195,5
EBITDA	6,8	12,7	17,3	21,8	24,6	26,5	28,4	30,1	31,9
EBIT	1,6	3,9	10,3	15,4	18,7	20,9	23,1	24,9	26,9
EBT	0,2	2,4	8,7	14,0	17,9	20,1	22,3	24,1	26,0
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,9	1,7	6,1	9,8	12,5	14,1	15,6	16,9	18,2
JÜ	0,9	1,7	6,1	9,8	12,5	14,1	15,6	16,9	18,2
EPS	0,49	0,83	3,03	4,84	6,20	6,98	7,72	8,35	9,02



## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-5,7	2,2	11,2	14,7	16,7	17,7	18,7	19,6	20,6
CF aus Investition	-15,7	-3,7	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6
CF Finanzierung	-0,3	6,3	-3,7	-3,1	-24,6	-12,0	-12,5	-13,5	-14,4
Liquidität Jahresanfa.	27,9	6,1	11,0	14,6	22,1	10,0	11,3	13,2	14,8
Liquidität Jahresende	6,1	11,0	14,6	22,1	10,0	11,3	13,2	14,8	16,4

### Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	17,4%	7,5%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Rohertragsmarge	92,7%	95,5%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%
EBITDA-Marge	6,4%	11,1%	13,5%	15,5%	16,0%	15,9%	16,0%	15,8%	15,7%
EBIT-Marge	1,5%	3,4%	8,0%	10,9%	12,1%	12,6%	13,0%	13,1%	13,2%
EBT-Marge	0,2%	2,1%	6,8%	9,9%	11,6%	12,1%	12,5%	12,7%	12,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,9%	1,5%	4,8%	6,9%	8,1%	8,5%	8,8%	8,9%	8,9%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 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. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 04.12.2019 um 11:00 Uhr fertiggestellt und am 04.12.2019 um 11:30 Uhr veröffentlicht.

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

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

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

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewertungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

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

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
09.09.2019	Buy	105,00 Euro	1), 3), 4)
09.08.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
07.06.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
08.05.2019	Buy	121,50 Euro	1), 3)
28.02.2019	Buy	113,00 Euro	1), 3), 4)
04.12.2018	Buy	131,00 Euro	1), 3), 4)
12.09.2018	Buy	141,50 Euro	1), 3), 4)
18.06.2018	Buy	144,50 Euro	1), 3), 4)
23.04.2018	Buy	143,50 Euro	1), 3)
11.12.2017	Buy	135,00 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, drei Updates und ein Research-Comment

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

#### *Haftungsausschluss*

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

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

#### *Copyright*

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