

4. September 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Starkes Gewinnwachstum und exzellente
Cashflow-Zahlen

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 84,00 € | Kursziel: 94,00 € (zuvor: 91,00 €)

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

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.123
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	84,00 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,04 Mio. Stück
Market-Cap:	171,6 Mio. Euro
Enterprise Value:	184,4 Mio. Euro
Free Float:	ca. 44,9 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	87,80 / 35,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	116,3 Tsd. Euro / Tag

Wie bereits mit den vorläufigen Zahlen angekündigt, hat GK Software das erste Halbjahr mit einem hohen Umsatzwachstum und einer kräftigen Ergebnisverbesserung abgeschlossen. Während sich die Erlöse um 12 Prozent erhöhten, legten das EBITDA, das EBIT und das Vorsteuerergebnis um 6,5 bis 7,0 Mio. Euro zu und drehten allesamt ins Plus. Auch das Nettoergebnis hat sich um mehr als 6 Mio. Euro verbessert, blieb aber wegen eines belastenden Steuereffekts mit -0,2 Mio. Euro minimal unter dem Strich. Noch beeindruckender hat sich der Free-Cashflow entwickelt, der um 16,7 Mio. Euro auf 12,7 Mio. Euro zugelegt hat. Mit diesen Zahlen hat GK Software die positiven Effekte des im letzten Jahr aufgelegten Effizienzverbesserungsprogramms eindrucksvoll dokumentiert, zumal die margenstarken Plattformlizenzen (ehemals als Produktlizenzen bezeichnet) wegen des Corona-bedingt schwächeren Neugeschäfts deutlich unter dem Niveau des Vergleichszeitraums geblieben sind. In der Belegung des Neugeschäfts besteht unseres Erachtens auch die größte Herausforderung, wobei sich das Unternehmen zuversichtlich zeigt und dies mit der großen Vertriebspipeline begründet. Kann GK diese Pipeline zeitnah wieder in signifikante Lizenzerlöse ummünzen, dürfte sich der Wachstumskurs ohne nennenswerte Dellen fortsetzen.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	90,5	106,2	115,4	124,1	136,5	148,8
EBIT (Mio. Euro)	5,0	1,6	3,4	9,9	13,1	16,1
Jahresüberschuss	3,9	0,9	-3,1	6,4	8,3	10,9
EpS	2,05	0,49	-1,55	3,14	4,05	5,33
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22	0,53
Umsatzwachstum	17,0%	17,4%	8,8%	7,5%	10,0%	9,0%
Gewinnwachstum	37,4%	-76,2%	-	-	28,9%	31,9%
KUV	1,90	1,62	1,49	1,38	1,26	1,15
KGV	44,2	185,5	-	26,8	20,8	15,7
KCF	11,3	-	-	12,7	11,7	10,3
EV / EBIT	36,9	115,5	53,7	18,6	14,0	11,5
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%

Umsatzwachstum fortgesetzt

GK Software hat die vorläufigen Zahlen zum ersten Halbjahr bestätigt und hat den Umsatz um 12 Prozent auf 56,2 Mio. Euro erhöht. Einmal mehr wurde das Wachstum im Kerngeschäft GK/Retail erzielt, dessen Erlöse um 14 Prozent auf 52,6 Mio. Euro zugelegt haben. Gegenüber dem ersten Quartal, in dem der Konzernumsatz noch um 18 Prozent gesteigert wurde, hat die Wachstumsdynamik in den Monaten April bis Juni damit zwar spürbar auf 6 Prozent abgenommen, doch angesichts der widrigen Rahmenbedingungen gerade in Teilen des Einzelhandels ist sie dennoch beachtlich.

Standardlizenzen rückläufig

Die deutlichsten Effekte der schwierigen Wirtschaftslage zeigen sich nach Unternehmensangaben in Verzögerungen der Vertriebsprozesse, die teilweise auf die Verunsicherung der Einzelhändler, vielfach aber auch schlicht auf die Reisebeschränkungen zurückzuführen sind, welche die Vertragsverhandlungen massiv behindern. Im ersten Halbjahr konnte GK Software im Kerngeschäft zwei Neukunden akquirieren und einen Bestandskunden zum Wechsel auf die neue Softwareversion bewegen, darüber hinaus konnte in dem kleineren Service-Segment ein mittelständischer Händler für den Einsatz der Software euroSUITE gewonnen werden. Aus diesen Abschlüssen wurden Lizenzerlöse (Plattformlizenzen) in Höhe von 3,2 Mio. Euro erzielt, fast 38 Prozent weniger als vor einem Jahr.

Bestandsgeschäft ausgeweitet

Starkes Wachstum zeigten hingegen die Einnahmen aus der kundenindividuellen Anpassung und Erweiterung der Software, die sich um fast die Hälfte auf 33,8 Mio. Euro erhöhten. Davon entfallen 23,5 Mio. Euro auf Softwarebausteine (Smart Extension), für die keine Wartungsverträge vereinbart wurden und die deswegen bisher in der Sammelkategorie Dienstleistungserlöse ausgewiesen wurden. Um die Transparenz zu erhöhen, hat GK die Einteilung nun angepasst und diese Erlösart den Softwareumsätzen zugeschlagen. Das verbleibende Dienstleistungsgeschäft, das vor allem aus den Implementierungsprojekten besteht, wird nun unter dem Label „Retail Consulting“ geführt und

belief sich im ersten Halbjahr auf 3,6 Mio. Euro. Eine neue Kategorie stellt der Bereich Betriebsunterstützung dar, in dem die Einnahmen aus dem Betrieb der Software verbucht werden (4,2 Mio. Euro). Da ein Teil dieser Position, der auf dauerhaften Verträgen beruht, bislang in den Wartungserlösen ausgewiesen wurde, sind diese nun etwas niedriger als in der bisherigen Darstellung.

Umsatzarten	1. HJ 19	1. HJ 20	Änderung
Plattformlizenzen	5,09	3,18	-37,5%
Plattformextension	4,75	10,31	+117,3%
Smart Extension	17,97	23,48	+30,7%
Wartung	10,22	10,74	+5,1%
Retail Consulting	5,45	3,63	-33,3%
Betriebsunterstütz.	5,84	4,16	-28,8%
Sonstiges	0,96	0,65	-32,0%
Gesamtumsatz	50,27	56,16	+11,7%

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Deutliche Kostenreduktion

Anders als in den letzten Jahren, als die hohen Umsatzzuwächse wiederholt von einem noch stärkeren Personal- und Kostenwachstum übertroffen wurden, konnte GK im ersten Halbjahr die Kostenbasis nicht nur relativ, sondern auch absolut reduzieren. Ausschlaggebend dafür war vor allem das im letzten Jahr aufgelegte Effizienzverbesserungsprogramm, in dessen Rahmen vor allem der Personalbereich im Hinblick auf Einspar- und Optimierungspotenziale überprüft wurde. Die sichtbarste Folge dieser Maßnahmen ist die gegenüber der Jahresmitte 2019 um 124 Mitarbeiter bzw. 10 Prozent reduzierte Mitarbeiterzahl, die mit 1.123 nun sogar leicht unter dem Wert von Mitte 2018 liegt. Der Personalaufwand ist infolgedessen um 2 Prozent auf 38,5 Mio. Euro zurückgegangen, in Relation zum weiter gewachsenen Umsatz hat sich die Personalaufwandsquote um fast 10 Prozentpunkte auf 68,6 Prozent ermäßigt. Deutlich stärker, nämlich um 10 Prozent auf 9,3 Mio. Euro, hat die zweitgrößte Aufwandsposition, der sonstige betriebliche Aufwand,

abgenommen. Neben den Kosten, die mit der Zahl der Mitarbeiter variieren (Bürobedarf, Kfz, etc.), haben sich hier vor allem die Corona-bedingten Reise- und Kontaktbeschränkungen dämpfend auf die Kosten für Reisen, Messeteilnahmen und die Mitarbeiterkantine ausgewirkt.

Geschäftszahlen	1. HJ 19	1. HJ. 20	Änderung
Umsatz	50,27	56,16	11,7%
EBITDA	-0,59	6,24	-
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>-1,2%</i>	<i>11,1%</i>	
EBIT	-5,00	1,96	-
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-9,9%</i>	<i>3,5%</i>	
Vorsteuerergebnis	-5,81	0,97	-
<i>Vorsteuermarge</i>	<i>-11,5%</i>	<i>1,7%</i>	
Nettoergebnis	-6,49	-0,15	-
<i>Netto-Marge</i>	<i>-12,9%</i>	<i>-0,3%</i>	
Free-Cashflow	-4,06	12,67	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT-Verbesserung um 7 Mio. Euro

Die einzige Aufwandsposition mit einem deutlichen Anstieg war der Materialaufwand, der um mehr als zwei Drittel zugelegt hat, allerdings von einer niedrigen Basis aus. GK begründet die Entwicklung mit dem stärkeren Rückgriff auf Fremdleistungen, um damit die Kapazitäten etwas zu flexibilisieren. Ein dauerhafter Anstieg der Materialaufwandsquote im größeren Umfang ist nach Unternehmensangaben aber nicht zu erwarten. Insgesamt überwogen im ersten Halbjahr jedoch die Kostensenkungen, weswegen das EBITDA deutlich stärker zugelegt hat als der Umsatz, und zwar um 6,8 Mio. Euro auf +6,2 Mio. Euro. Da auch die Abschreibungen leicht rückläufig waren, lag der EBIT-Zuwachs mit 7,0 Mio. Euro auf +2,0 Mio. Euro sogar darüber. Die EBIT-Marge verbesserte sich infolgedessen um 13,5 Prozentpunkte auf +3,5 Prozent. Erfreulich daran ist, dass die Ergebnisverbesserung nicht nur im Kerngeschäft erzielt wurde, sondern, dass auch das kleinere Segment IT-Services, das in den letzten zwei Jahren die Konzernzahlen belastet hatte, nun den Turnaround geschafft und ein EBIT von +0,6 Mio. Euro erwirtschaftet hat, nach -0,2 Mio. Euro im Vorjahr.

Steuerergebnis belastet

Auch das Konzern-EBT drehte von -5,8 Mio. Euro auf 1,0 Mio. Euro ins Plus, während das Nettoergebnis trotz einer Verbesserung um 6,3 Mio. Euro mit -0,2 Mio. Euro noch minimal im roten Bereich verblieb. Ursächlich dafür war ein vergleichsweise hohes negatives Steuerergebnis von 1,1 Mio. Euro, das vor allem auf die Erhöhung der passiven latenten Steuern auf Pensionsrückstellungen und immaterielle Vermögenswerte zurückzuführen war.

Sehr starke Cashflow-Entwicklung

Die beeindruckende Ergebnisverbesserung wurde noch vom Cashflow in den Schatten gestellt, der um 15,1 Mio. Euro zugelegt hat und auf +13,4 Mio. Euro geklettert ist. Neben dem Ergebnisanstieg waren dafür vor allem positive Änderungen der Forderungen (Cashflow-Beitrag von +5,6 Mio. Euro nach -0,1 Mio. Euro im Vorjahr) sowie der Vertragsverbindlichkeiten (+3,3 nach -0,2 Mio. Euro) verantwortlich. Da nach dem Abschluss der Campus-Erweiterung am Stammsitz Schöneck auch die Auszahlungen für Investitionen nun deutlich niedriger ausgefallen sind (-0,8 nach -2,4 Mio. Euro), konnte der Free-Cashflow sogar um 16,7 Mio. Euro auf 12,6 Mio. Euro zulegen.

Kredite kräftig reduziert

Den Liquiditätszufluss nutzte GK, um Bankkredite (4,7 Mio. Euro) zurückzuführen, woraus sich zusammen mit den Zinsen (0,4 Mio. Euro) und Leasingraten (1,4 Mio. Euro) und abzüglich eines positiven Eigenkapitaleffekts aus der Ausübung von Aktienoptionen (0,6 Mio. Euro) ein Mittelabfluss aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von knapp 6,0 Mio. Euro ergeben hat. Insgesamt hat sich die bilanzielle Liquidität dadurch im ersten Halbjahr von 8,1 auf 11,3 Mio. Euro erhöht und liegt damit nur noch geringfügig (0,5 Mio. Euro) unter der Summe der Bankkredite.

Eigenkapitalquote über 40 Prozent

Sehr solide stellt sich auch die Eigenkapitalsituation dar. In absoluten Zahlen hat sich das Eigenkapital dank der Ausübung der Aktienoptionen und positiver Effekte im sonstigen Ergebnis trotz des leichten Periodenverlustes um 1,1 Mio. Euro erhöht. In Relation

zur Bilanzsumme, die vor allem wegen der geringeren Kreditsumme um 5,8 Mio. Euro auf 108,3 Mio. Euro zurückgegangen ist, entspricht das einer Eigenkapitalquote von 40,1 Prozent.

Prognose bestätigt

Angesichts der Corona-Krise zeigt sich das Management mit dem Verlauf des ersten Halbjahrs sehr zufrieden und berichtet auch von einem „äußerst erfreulichen“ Juli. Dementsprechend ist das Unternehmen zuversichtlich, die im Frühjahr in Reaktion auf den Ausbruch der Pandemie angepasste Prognose erreichen zu können. Diese sieht eine moderate Umsatzsteigerung und eine deutliche EBIT-Verbesserung vor. Eine Schlüsselrolle für den konkreten Ausgang des Jahres wird dabei spielen, wann und wie stark das Neugeschäft wieder an Schwung gewinnt. GK Software verweist diesbezüglich auf die unverändert hohe Anzahl vielversprechender Vertriebsituationen und betont, dass anstehende Investitionsentscheidungen der Einzelhändler bisher größtenteils nur verschoben, aber nicht abgesagt wurden. Längerfristig sieht das Unternehmen die Perspektiven durch die diesjährige Krise ohnehin nicht beeinträchtigt, vielmehr erwartet GK, dass hierdurch die Bedeutung der Omnichannel-

Fähigkeiten und der Digitalisierung der Prozesse eine noch stärkere Anerkennung findet, was perspektivisch der Investitionsbereitschaft zuträglich sein dürfte.

Schätzungen weitgehend unverändert

Nach den starken Halbjahreszahlen und der Aussage zum guten Start in die zweite Jahreshälfte fühlen wir uns mit unseren bisherigen Schätzungen, die für das Gesamtjahr ein Umsatzwachstum um 7,5 Prozent auf 124,1 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 8,0 Prozent unterstellen, weiterhin wohl. Die Erreichung der Ergebnisschätzung hängt aber im hohen Maße davon ab, dass es in den verbleibenden vier Monaten gelingt, Lizenzerlöse in signifikanter Höhe zu generieren. Denn heruntergebrochen auf das zweite Halbjahr implizieren unsere Schätzungen für die Monate Juli bis Dezember eine EBIT-Marge von 11,7 Prozent, die nur mit Hilfe der margenstarken Plattformlizenzen erreicht werden kann. Da wir aber davon ausgehen, dass die Lizenzabschlüsse wie schon so oft vor allem im vierten Quartal kommen werden, halten wir an unseren Schätzungen fest. Kleinere Änderungen haben sich sowohl bei den Investitionen, die dieses Jahr wohl unter unserer bisherigen Erwartung ausfallen werden, als auch bezüglich der Bankkredite, ergeben, die GK

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	124,1	136,5	148,8	160,7	172,0	184,0	196,9	210,7
Umsatzwachstum		10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	8,0%	9,6%	10,8%	11,7%	12,3%	12,6%	12,9%	13,1%
EBIT	9,9	13,1	16,1	18,9	21,2	23,2	25,3	27,6
Steuersatz	20,0%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,0	3,8	4,7	5,5	6,2	6,8	7,4	8,0
NOPAT	7,9	9,3	11,4	13,4	15,0	16,5	18,0	19,6
+ Abschreibungen & Amortisation	8,6	7,5	7,0	6,6	6,4	6,2	6,1	6,0
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	16,5	16,8	18,4	20,0	21,4	22,7	24,1	25,6
- Zunahme Net Working Capital	-1,5	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,4
- Investitionen AV	-2,0	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
Free Cashflow	13,0	11,8	13,0	14,3	15,5	16,5	17,5	18,8

SMC Schätzmodell

Software schneller als gedacht zurückführt. Auch haben wir die unterstellten Aufwandsquoten in Reaktion auf die HJ-Zahlen etwas verändert (Personalaufwand und SBA reduziert, Materialaufwand leicht erhöht), was sich allerdings gegenseitig weitgehend ausgeglichen hat. Insgesamt sind die Änderungen an unseren Schätzungen diesmal in sehr engen Grenzen geblieben. Für dieses Jahr erwarten wir unverändert ein EBIT von 9,9 Mio. Euro, lediglich die EpS-Schätzung hat sich wegen der modifizierten Annahmen bezüglich der Steuerlast von zuvor 3,53 auf 3,14 Euro ermäßigt. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 zeigt die Tabelle auf der Vorseite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 6,5 Prozent auf einen überdurchschnittlichen Wert (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez, Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 35 Prozent resultiert hieraus ein unveränderter WACC-Satz von 6,7 Prozent. Unverändert gelassen haben wir auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value. Wie schon bisher, arbeiten wir zur Risikoreduktion weiter mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarke des detaillierten Prognosezeitraums und kalkulieren nach wie vor im Anschluss mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Kursziel: 94,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,7 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 191,9 Mio. Euro bzw. 93,94 Euro je Aktie, woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 94,00 Euro (bisher: 91,00 Euro) ableiten. Die Erhöhung gegenüber dem bisherigen Wert ist in den niedrigeren Investitionen sowie in der deutlich schnelleren Kredittilgung begründet, die zu einer entsprechenden Reduktion des Fremdkapitals geführt hat, das wir zur Ermittlung des Marktwerts des Eigenkapitals vom Brutto-Unternehmenswert abziehen. Trotz der zuletzt sehr erfreulichen Performance sehen wir auf dieser Basis für die GK-Aktie weiterhin ein Aufwärtspotenzial von mehr als 10 Prozent. Unverändert gelassen haben wir die Einstufung der Prognoseunsicherheit, für welches wir wegen der ausgeprägten Abhängigkeit der Gewinnentwicklung von den volatilen Lizenzerlösen weiterhin vier von sechs möglichen Risikopunkten vergeben.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,7 und 7,7 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 69,89 und 142,88 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,7%	142,88	128,63	117,39	108,32	100,83
6,2%	124,17	113,32	104,55	97,32	91,25
6,7%	109,40	100,93	93,94	88,08	83,08
7,2%	97,44	90,68	85,01	80,19	76,04
7,7%	87,54	82,06	77,40	73,39	69,89

Fazit

GK Software hat im ersten Halbjahr erfolgreich der Wirtschaftskrise infolge der COVID-19-Pandemie getrotzt und sowohl den Umsatz deutlich gesteigert als auch das Ergebnis sehr stark verbessert. Da die Leistungserbringung schnell und konsequent auf Remote Delivery umgestellt wurde und keine Projektunterbrechungen oder gar -abbrüche hingenommen werden mussten, konnte GK Software das hohe Auftragspolster, das vor allem aus den Vertriebsfolgen der vergangenen Jahre resultierte, in eine hohe Auslastung ummünzen. Ergebnisseitig sorgten zudem die kostenentlastenden Effekte des im letzten Jahr aufgelegten Effizienzverbesserungsprogramms für wichtige positive Impulse.

Auf dieser Grundlage hat GK Software die Zielsetzung für das Gesamtjahr bestätigt und strebt weiterhin eine moderate Umsatzsteigerung sowie eine deutliche EBIT-Verbesserung an.

Auch wir haben unsere Schätzungen weitestgehend beibehalten. Zu deren Erreichung wird aber eine spürbare Belebung des Neugeschäfts erforderlich sein, das im ersten Halbjahr unter der Verunsicherung sowie

den Reise- und Kontaktbeschränkungen gelitten hat. Unter Verweis auf die weiterhin sehr gut gefüllte und weiter aktive Vertriebspipeline zeigt sich GK Software diesbezüglich zuversichtlich, und auch wir gehen davon aus, dass spätestens im vierten Quartal wieder mehr Lizenzabschlüsse gelingen.

Auch für die Folgejahre gehen wir unverändert von einer Fortsetzung des Wachstumskurses und von wieder höheren Margen aus. Denn die Treiber der bisherigen Entwicklung, wie insbesondere der Omnichannel-Trend und die fortschreitende Digitalisierung sämtlicher Prozesse im Einzelhandel, dürften durch die COVID-19-Pandemie eher noch an Rückenwind gewonnen haben. Mit seinen modernen Produkten und der sehr starken Marktpräsenz ist GK Software weiter exzellent positioniert, um davon zu profitieren.

Angesichts des insgesamt überzeugenden Gesamtbildes bestätigen wir unser „Buy“-Urteil mit dem leicht erhöhten Kursziel von 94,00 Euro.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	60,6	55,6	53,5	52,2	51,2	50,6	50,2	50,0	49,9
1. Immat. VG	27,6	25,2	23,3	22,0	20,9	20,2	19,6	19,2	18,8
2. Sachanlagen	32,3	29,6	29,4	29,4	29,5	29,7	29,9	30,1	30,3
II. UV Summe	53,6	58,1	66,6	62,3	74,2	87,5	101,2	115,3	129,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	42,3	49,5	57,8	68,2	80,1	92,9	106,2	120,1	134,4
II. Rückstellungen	4,2	4,8	5,4	6,0	6,6	7,2	7,9	8,5	9,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	29,9	25,1	24,7	4,1	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
2. Kurzfristiges FK	37,8	34,2	32,3	36,2	35,2	34,4	33,8	33,2	32,7
BILANZSUMME	114,2	113,6	120,1	114,5	125,4	138,1	151,4	165,3	179,7

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	115,4	124,1	136,5	148,8	160,7	172,0	184,0	196,9	210,7
Gesamtleistung	115,4	124,1	136,5	148,8	160,7	172,0	184,0	196,9	210,7
Rohertrag	109,2	116,0	127,7	139,2	150,4	161,0	172,3	184,4	197,3
EBITDA	12,3	18,5	20,6	23,0	25,5	27,6	29,5	31,4	33,6
EBIT	3,4	9,9	13,1	16,1	18,9	21,2	23,2	25,3	27,6
EBT	1,2	8,0	11,7	15,4	18,3	20,8	23,0	25,3	27,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,1	6,4	8,3	10,9	13,0	14,7	16,3	17,9	19,7
JÜ	-3,1	6,4	8,3	10,9	13,0	14,7	16,3	17,9	19,7
EPS	-1,55	3,14	4,05	5,33	6,36	7,21	7,98	8,77	9,62

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-0,2	13,5	14,6	16,6	18,1	19,4	20,6	21,9	23,3
CF aus Investition	-3,6	-2,0	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
CF Finanzierung	-0,1	-10,1	-5,0	-19,7	-5,3	-5,3	-6,3	-7,3	-8,5
Liquidität Jahresanfa.	6,1	2,3	3,7	9,5	2,2	10,9	20,7	30,8	40,9
Liquidität Jahresende	2,3	3,7	9,5	2,2	10,9	20,7	30,8	40,9	51,2

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	8,8%	7,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Rohermargemarge	94,6%	93,5%	93,5%	93,6%	93,6%	93,6%	93,7%	93,7%	93,7%
EBITDA-Marge	10,6%	14,9%	15,1%	15,5%	15,9%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
EBIT-Marge	3,0%	8,0%	9,6%	10,8%	11,7%	12,3%	12,6%	12,9%	13,1%
EBT-Marge	1,1%	6,5%	8,5%	10,3%	11,4%	12,1%	12,5%	12,8%	13,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,7%	5,2%	6,1%	7,3%	8,1%	8,6%	8,9%	9,1%	9,3%

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

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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),

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 04.09.2020 um 12:30 Uhr fertiggestellt und am 04.09.2020 um 12:40 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
21.08.2020	Buy	91,00 Euro	1), 3)
14.07.2020	Buy	91,00 Euro	1), 3), 4)
10.06.2020	Buy	90,00 Euro	1), 3)
04.12.2019	Buy	83,20 Euro	1), 3), 4)
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)

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.