

18. Februar 2014  
**Research-Update**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## GK Software AG

Kurspotenzial  
durch Übernahmephantasie

Urteil: **Buy** (zuvor: Hold) | Kurs: **46,50 Euro** | Kursziel: **56,00 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

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	567
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Kurs:</b>	46,50 Euro
<b>Marktsegment:</b>	General Standard
<b>Aktienzahl:</b>	1,89 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	87,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	76,0 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	44,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	52,00 / 23,50 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M):</b>	66,3 Tsd. Euro

GK Software hat das letzte Jahr mit zwei aufsehenerregenden Meldungen beendet. Zum einen konnte der Spezialist für Einzelhandelssoftware endlich die Durststrecke im Neugeschäft beenden und mit dem Auftrag der schweizerischen Migros-Gruppe ein sehr großes Projekt akquirieren. Dadurch dürften sowohl die unternehmenseigene Prognose als auch unsere Erwartung bezüglich der letztjährigen Umsatz- und Ergebnisentwicklung erfüllt worden sein. Zwar erst auf der Ziellinie, aber letztlich nicht unerwartet. Überraschend kam hingegen die zweite Entwicklung, der Einstieg der SAP AG, die sich im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit 5,3 Prozent beteiligte und sich zudem ein Vorkaufsrecht auf die Anteile der beiden Gründer sicherte.

Da dies gleichbedeutend mit dem potenziellen Zugriff auf die Aktienmehrheit ist, wird die Aktie seit dem Bekanntwerden des Vorkaufsrechts von einer Übernahmephantasie beflügelt. Auch wir haben diesen Aspekt nun in die Ermittlung unseres Kursziels einfließen lassen und sehen für die Aktie nun ein Potenzial bis 56,00 Euro. Unser neues Urteil lautet „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	31,8	28,4	40,4	49,2	56,6	63,7
EBIT (Mio. Euro)	6,7	0,8	0,9	4,8	8,5	11,8
Jahresüberschuss	4,6	0,7	0,6	3,4	6,1	8,5
EpS	2,55	0,38	0,32	1,79	3,22	4,50
Dividende je Aktie	0,50	0,00	0,00	0,50	1,30	2,03
Umsatzwachstum	14,7%	-10,5%	42,0%	22,0%	15,0%	12,5%
Gewinnwachstum	2,1%	-85,2%	-14,6%	487,8%	79,6%	39,9%
KUV	2,77	3,09	2,18	1,78	1,55	1,38
KGV	19,3	130,2	152,5	25,9	14,4	10,3
KCF	18,51	28,68	32,11	16,85	11,64	8,96
EV / EBIT	11,4	96,9	89,4	15,9	8,9	6,4
Dividendenrendite	1,1%	0,0%	0,0%	1,1%	2,8%	4,4%

## SAP-Einstieg entfacht Kursfeuerwerk

Mitte Dezember führte GK Software überraschend eine Kapitalerhöhung durch, in deren Rahmen 0,1 Mio. Aktien (entspricht 5,29 Prozent des damaligen Grundkapitals) zum Preis von 37,82 Euro je Aktie platziert wurden. Dass die Aktie daraufhin einen kräftigen Kurssprung auf über 50 Euro vollzog, hatte aber weniger mit dem hieraus resultierenden Emissionserlös von 3,78 Mio. Euro (brutto) zu tun, sondern mit der Tatsache, dass die neuen Aktien allesamt von der SAP AG gezeichnet wurden. Damit dokumentierte der Walldorfer Softwareriesen sein Interesse an einer Fortsetzung und einem Ausbau der Partnerschaft mit GK Software. Darüber hinaus hat sich das DAX-Mitglied ein bis Ende 2020 laufendes Vorkaufsrecht für die im Besitz der beiden GK-Gründer befindlichen Aktien einräumen lassen, was im Ausübungsfall der Übernahme von insgesamt 58,3 Prozent der Stimmrechte entsprechen würde.

## Großauftrag sichert Planerfüllung

Welche Potenziale die Kombination aus der Einzelhandelssoftware von GK und der Vertriebskraft von SAP bietet, konnte noch im Dezember anhand eines neuen Großauftrags gezeigt werden. Mit Migros, dem größten schweizerischen Einzelhändler, konnten die Partner das größte IT-Projekt im europäischen Einzelhandel im letzten Jahr für sich gewinnen. Im Rahmen dieses Projekts hat Migros die gruppenweite Einführung der fünf von SAP vertriebenen GK-Lösungen beauftragt. Die Implementierung in den Filialen der zehn Regionalgenossenschaften wird von GK Software durchgeführt und größtenteils im laufenden Jahr erfolgen. Die Lizenzgebühren hingegen dürften bereits 2013 vereinnahmt worden sein, so dass nach unserer Einschätzung GK Software das vierte Quartal wie von uns erwartet mit einem kräftigen Umsatz- und vor allem Ergebnisschub beendet haben dürfte.

## Wichtige Signalwirkung

Neben der reinen Projektgröße ist der Auftrag auch hinsichtlich seiner Signalwirkung von hoher Bedeutung für GK Software, denn es handelt sich hierbei um das europaweit erste große Vorhaben, in dessen

Rahmen ein vorwiegend stationärer Händler mit umfangreichen Omni-Channel-Funktionalitäten ausgestattet wird. Da es gerade dieser Trend zum Omni- oder Multichannel-Handel war, der angesichts der damit verbundenen Verunsicherung die Investitionsbereitschaft der Einzelhändler in moderne Softwarelösungen in den letzten anderthalb Jahren spürbar gehemmt hatte, erscheint nun die Hoffnung begründet, dass der Migros-Abschluss auf diesem Gebiet wie ein Türöffner wirken kann.

## Vertriebserfolg in Nordamerika

Einen weiteren Auftrag konnte GK Software kurz nach der Jahreswende vermelden. Dabei wurden die Sachsen von Bentley Leathers Inc. beauftragt, deren mehr als 400 Spezialfachgeschäfte für Reisegepäck und -accessoires mit der Software für stationäre und mobile Kassen auszustatten. Das Volumen dieser Order ist zwar deutlich kleiner als im Migros-Fall, doch auch dieser Abschluss hat Signalcharakter, denn es handelt sich hierbei um den ersten gemeinsamen Kunden in Nordamerika, seit SAP im letzten Sommer die Vertriebspartnerschaft auf die USA und Kanada ausgeweitet hat.

## Schätzungen aufrechterhalten

Vor dem Hintergrund der erfolgreichen Auftragsakquise zum Jahreswechsel gehen wir nun davon aus, dass GK Software unsere Schätzungen für 2013 in etwa erfüllt hat. Nach dem bis Dezember anhaltenden Stau des Neugeschäfts hatte die Erreichung dieser Schätzungen wie auch der unternehmenseigenen Prognose den Charakter einer 0/1-Entscheidung angenommen, die aber, wie von uns angenommen, den positiven Verlauf genommen hat. Dank der Lizenz-einnahmen aus den beiden Neuaufträgen gehen wir davon aus, dass GK Software im letzten Jahr einen Umsatz von über 40 Mio. Euro und ein EBIT von 0,9 Mio. Euro erreicht hat. Für das vierte Quartal korrespondiert das mit einem Gewinn vor Steuern und Zinsen von rund 1,6 Mio. Euro. Damit dürfte auch das Ziel, ein positives Jahresergebnis auszuweisen, erreicht worden sein.

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	49,2	56,6	63,7	70,1	76,7	83,6	90,8	98,0
Umsatzwachstum		15,0%	12,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
EBIT-Marge	9,7%	15,1%	18,6%	19,0%	18,5%	18,0%	17,4%	16,8%
<b>EBIT</b>	<b>4,8</b>	<b>8,5</b>	<b>11,8</b>	<b>13,3</b>	<b>14,2</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>16,5</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,4	2,6	3,6	4,0	4,3	4,5	4,7	4,9
<b>NOPAT</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>8,3</b>	<b>9,3</b>	<b>10,0</b>	<b>10,5</b>	<b>11,0</b>	<b>11,5</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	1,9	1,6	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9
+ 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>5,3</b>	<b>7,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,9</b>	<b>11,6</b>	<b>12,2</b>	<b>12,9</b>	<b>13,5</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,1	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6
- Investitionen AV	-1,7	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>3,5</b>	<b>5,5</b>	<b>7,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>9,5</b>	<b>10,0</b>	<b>10,4</b>

SMC Schätzmodell

## Umsatzwachstum erhöht

Im Hinblick auf das laufende Jahr und die kommenden Perioden haben wir zudem die Annahme bezüglich des Umsatzwachstums leicht nach oben angepasst. Damit haben wir dem Einstieg von SAP Rechnung getragen, den wir als ein ganz starkes Signal für ein ausgeprägtes Interesse des Walldorfer Konzerns an einer intensivierten Zusammenarbeit deuten. Auch wenn die Kooperation schon bisher erfolgreich gewesen und in mehreren Aufträgen gemündet ist, halten wir eine nochmals erhöhte Schlagzahl für wahrscheinlich.

## Kursziel: 56,00 Euro je Aktie

Auf dieser Basis resultiert aus unserem DCF-Modell in dem von uns favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,8 Prozent) ein Unternehmenswert von 44,90 Euro je Aktie. Insofern notiert das Papier derzeit in der Nähe seines fairen Wertes. Allerdings hat sich mit dem SAP-Einstieg und vor allem mit dem Vorkaufsrecht für die Gründer-Anteile die Lage verändert, denn nun wird die Aktie, wie die Kursreaktion in den Tagen nach dessen Bekanntwerden zeigt, mit einer Übernahmeprämie gehandelt. Nimmt man den Kurs vor

und in den vier Wochen nach dem Bekanntwerden des SAP-Vorkaufsrechts zum Maßstab, rechnet der Markt offensichtlich mit einer Übernahmeprämie von rund 25 Prozent. Da auch wir das Übernahme-szenario, und zwar deutlich vor Ende 2020, für wahrscheinlich erachten, kalkulieren wir in unser Kursziel eine Übernahmeprämie in der genannten Höhe mit ein. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 56,00 Euro.

## Prognoserisiko reduziert

Die erfolgreiche Auflösung des Auftragsstaus, die wichtige Signalwirkung des Migros-Projekts und die von uns erwartete Intensivierung der Zusammenarbeit mit SAP bestärken uns in der Erwartung, dass sich die künftige Entwicklung nun gleichmäßiger vollziehen wird. Wir sehen deswegen das Prognoserisiko nun als etwas geringer an und taxieren es auf drei von sechs möglichen Punkten.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
7,8%	63,47	61,31	59,47	57,87	56,49
8,3%	61,11	59,27	57,69	56,31	55,09
8,8%	59,08	57,50	56,13	54,92	53,84
9,3%	57,32	55,95	54,74	53,67	52,72
9,8%	55,77	54,57	53,51	52,56	51,71

## Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 7,8 und 9,8 Prozent) und ewiges Cashflowwachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 51,71 bis 63,47 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

## Fazit

GK Software hat zum Jahresende 2013 zwei kräftige Ausrufezeichen gesetzt, mit denen das hohe Potenzial des Unternehmens nachhaltig unterstrichen wurde. Operativ konnte mit dem sehr großen Migros-Auftrag der lang anhaltende Stau im Neugeschäft beendet und damit auch das schwierige Geschäftsjahr 2013 zu einem erfolgreichen Ende geführt werden. Nicht zu unterschätzen ist nach unserer Auffassung aber auch die Signalwirkung dieses Auftrags, mit dem erstmalig ein stationärer Händler mit umfangreichen Omni-Channel-Funktionalitäten ausgestattet wird. Eine noch stärkere Signalwirkung hatte aber der Einstieg von SAP und vor allem die Einräumung

des Vorkaufsrechts an der Aktienmehrheit für den Walldorfer Konzern. Damit wurde nicht nur die bestehende Vertriebskooperation nochmals gefestigt, sondern auch eine relativ konkrete Übernahmephantasie geweckt. Diese schlug sich an der Börse in einem deutlichen Kurssprung nieder und dürfte die Aktie der GK Software bis auf Weiteres begleiten. Aus diesem Grund haben wir unser Kursziel angepasst und kalkulieren nun zusätzlich zum fairen Wert auf Basis des DCF-Modells mit einer 25-prozentigen Prämie. In Summe sehen wir für die Aktie derzeit Potenzial bis 56,00 Euro und heben unser Urteil von zuletzt „Hold“ auf „Buy“ an.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	15,3	15,1	15,4	15,9	16,4	17,0	17,6	18,1	18,6
1. Immat. VG	9,6	8,8	8,5	8,4	8,5	8,5	8,6	8,6	8,7
2. Sachanlagen	5,3	5,8	6,3	6,9	7,4	7,9	8,4	8,9	9,3
II. UV Summe	33,6	37,9	43,3	49,2	54,9	60,9	66,6	72,7	79,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	32,5	35,9	41,1	47,1	53,0	58,7	64,2	69,3	74,6
II. Rückstellungen	4,8	5,3	5,8	6,3	6,8	7,4	7,9	8,5	9,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,3	3,1	2,9	2,7	2,3	2,2	2,0	2,0	2,0
2. Kurzfristiges FK	8,4	8,7	8,9	9,0	9,2	9,6	10,1	11,0	12,0
<b>BILANZSUMME</b>	<b>49,0</b>	<b>53,0</b>	<b>58,7</b>	<b>65,1</b>	<b>71,3</b>	<b>77,9</b>	<b>84,2</b>	<b>90,8</b>	<b>97,7</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	40,4	49,2	56,6	63,7	70,1	76,7	83,6	90,8	98,0
Gesamtleistung	40,6	49,5	57,0	64,1	70,5	77,1	84,1	91,2	98,5
Rohertrag	37,5	46,6	53,9	60,7	66,8	73,1	79,7	86,4	93,3
EBITDA	3,2	6,7	10,2	13,4	14,9	15,8	16,7	17,6	18,4
EBIT	0,9	4,8	8,5	11,8	13,3	14,2	15,0	15,8	16,5
EBT	0,8	4,8	8,7	12,2	13,9	15,1	16,1	17,0	17,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,6	3,4	6,1	8,5	9,7	10,6	11,2	11,9	12,5
JÜ	0,6	3,4	6,1	8,5	9,7	10,6	11,2	11,9	12,5
EPS	0,32	1,79	3,22	4,50	5,15	5,59	5,95	6,29	6,59

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Cashflow	2,9	5,3	7,7	10,1	11,3	12,2	13,0	13,7	14,4
CF operativ	2,7	5,2	7,6	9,8	11,0	11,8	12,5	13,2	13,8
CF aus Investition	-1,4	-1,7	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4
CF Finanzierung	3,6	-0,4	-1,5	-3,2	-4,7	-5,3	-6,3	-6,7	-7,1
Liquidität Jahresanfa.	10,3	15,2	18,4	22,5	27,1	31,2	35,5	39,4	43,5
Liquidität Jahresende	15,2	18,4	22,5	27,1	31,2	35,5	39,4	43,5	47,7

### Kennzahlen

Prozent	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzwachstum	42,0%	22,0%	15,0%	12,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
Rohertragsmarge	92,9%	94,6%	95,2%	95,2%	95,3%	95,3%	95,3%	95,2%	95,2%
EBITDA-Marge	7,9%	13,6%	17,9%	21,0%	21,2%	20,6%	20,0%	19,4%	18,8%
EBIT-Marge	2,1%	9,7%	15,1%	18,6%	19,0%	18,5%	18,0%	17,4%	16,8%
EBT-Marge	2,0%	9,8%	15,3%	19,1%	19,8%	19,7%	19,2%	18,7%	18,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,4%	6,9%	10,7%	13,4%	13,9%	13,8%	13,4%	13,1%	12,7%

# 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

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://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: Dipl.-Kfm. Holger Steffen

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

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den XETRA-Schlusskurse des vorletzten 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
12.12.2013	Hold	38,60 Euro	1), 3),
05.09.2013	Buy	37,30 Euro	1), 3),
04.06.2013	Buy	38,30 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.