

08. Juni 2017

Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research

GK Software AG

Sprunghafte Verbesserung der
Profitabilität bestätigt

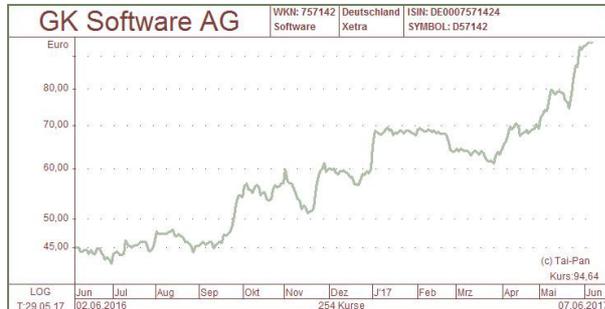
Urteil: **Hold** (zuvor: Buy) | Kurs: **94,64 Euro** | Kursziel: **98,00 Euro**

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

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	914
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	94,64 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienzahl:	1,89 Mio. Stück
Market Cap:	178,9 Mio. Euro
Enterprise Value:	175,0 Mio. Euro
Free-Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	96,00 / 42,00 Euro
Ø Umsatz (12 M):	110,7 Tsd. Euro

GK Software hat im ersten Quartal den Umsatz um 30 Prozent gesteigert und sämtliche Ergebniskennzahlen deutlich verbessert. Damit wurde der positive Trend des Vorjahres fortgesetzt, was insbesondere dem sehr starken Dienstleistungsgeschäft zu verdanken war. Dieses profitiert von der sehr hohen Auslastung, die nicht zuletzt auf die zahlreichen Implementierungsprojekte für die in den letzten zwei Jahren gewonnenen Neukunden zurückzuführen ist. Demgegenüber blieb das Neugeschäft zwischen Januar und März schwach, die Lizenzerlöse haben sich im Vorjahresvergleich fast halbiert. Aufgrund der hohen Volatilität der Lizenzerlöse und der ansonsten sehr guten Voraussetzungen sehen wir dies lediglich als eine Momentaufnahme und erwarten für das Gesamtjahr weiterhin ein lebhaftes Neugeschäft. Vielmehr sehen wir in den Q1-Zahlen ein deutliches Anzeichen für eine Fortsetzung der Verbesserung der operativen Profitabilität. Wir erwarten, dass sich dieser Trend auch in den nächsten Quartalen fortsetzt und haben auf dieser Basis unsere Schätzungen unverändert gelassen. Unser Kursziel lautet nun 98,00 Euro, was angesichts des deutlich gestiegenen Kurses das neue Rating „Hold“ begründet.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	44,6	62,6	77,3	88,9	97,4	106,1
EBIT (Mio. Euro)	-3,0	-1,3	3,9	6,5	8,9	11,7
Jahresüberschuss	-1,9	-1,5	2,8	4,2	5,9	8,0
EpS	-1,04	-0,79	1,50	2,22	3,10	4,21
Dividende je Aktie	0,25	0,00	0,00	0,25	0,50	0,75
Umsatzwachstum	5,1%	40,3%	23,5%	15,0%	9,5%	9,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	48,3%	40,0%	35,6%
KUV	4,01	2,86	2,31	2,01	1,84	1,69
KGV	-	-	63,3	42,7	30,5	22,5
KCF	-	81,5	48,4	22,2	18,9	16,7
EV / EBIT	-	-	44,4	27,0	19,7	14,9
Dividendenrendite	0,3%	0,0%	0,0%	0,3%	0,5%	0,8%

Umsatz legt wieder um 30 % zu

Nachdem GK Software schon im letzten Jahr mit einem Umsatzwachstum um fast ein Viertel beeindruckt hatte, konnte diese Dynamik im ersten Quartal sogar weiter gesteigert werden. Getrieben von der deutlich erhöhten Mitarbeiterzahl (im Vorjahresvergleich +120) und der sehr guten Auftragslage infolge der Vertriebsfolge der letzten beiden Jahre erhöhten sich die Umsätze um 30,3 Prozent auf 20,1 Mio. Euro. Da sich die sonstigen betrieblichen Erträge, die im Vorjahr von einem nicht-liquiditätswirksamen Gewinn aus der Neubewertung von Wechselkursicherungsinstrumenten im Umfang von 0,6 Mio. Euro profitiert hatten, nun normalisiert haben, und da GK im Gegensatz zum Vorjahr (0,13 Mio. Euro) keine Aktivierung von Entwicklungsleistungen vorgenommen hat, fiel der Zuwachs auf der Ebene der Gesamtleistung etwas moderater aus, aber mit 23 Prozent immer noch sehr beachtlich. Abgegrenzt nach Segmenten ist das Bild noch beeindruckender, weil das Wachstum im Kerngeschäft GK/Retail um fast 40 Prozent auf 16,9 Mio. Euro zugelegt hat. Demgegenüber haben die beiden Kleinsegmente SQRS und IT-Services leicht rückläufige Erlöse verzeichnet, dies allerdings vor allem aufgrund des wieder geminderten Randgeschäfts mit Hardware.

Geschäftszahlen	Q1 2016	Q1 2017	Änderung
Umsatz	15,44	20,12	+30,3%
Lizenzen	1,16	0,65	-44,0%
Dienstleistungen	6,56	12,16	+85,3%
Wartung	5,02	6,50	+29,6%
EBITDA	-0,48	1,00	-
EBITDA-Marge	-3,1%	5,0%	
EBIT	-1,47	0,17	-
EBIT-Marge	-9,5%	0,8%	
Vorsteuerergebnis	-1,56	0,04	-
Vorsteuerermarge	-10,1%	0,2%	
Nettoergebnis	-1,55	-0,37	-
Netto-Marge	-10,1%	-1,9%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Dienstleistungsgeschäft steigt rasant

Aufgeschlüsselt nach Erlösarten haben die Dienstleistungen und die Wartung für das Wachstum gesorgt, die um 85 resp. 30 Prozent zugelegt haben. Ihre Anteile an den Gesamterlösen haben sich dementsprechend auf 60 bzw. 32 Prozent erhöht, während der Beitrag der hochmargigen, aber schwankungsanfälligen Lizenz Erlöse absolut wie relativ abgenommen hat. Sie reduzierten sich im Vorjahresvergleich fast um die Hälfte auf 0,7 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Anteil von lediglich 3,2 Prozent. Dies stellt absolut wie auch relativ den schlechtesten Wert seit dem dritten Quartal 2014 dar, wobei GK Software von normalen Schwankungen spricht und für die nächsten Quartale Aufholeffekte in Aussicht stellt.

Sprunghafte Ergebnisverbesserung

Umso bemerkenswerter ist es, dass GK trotz des geringen Beitrags der Lizenz Erlöse das Ergebnis deutlich verbessern und mit Ausnahme des Nettoergebnisses alle Ergebniskennzahlen ins Plus führen konnte. Das EBITDA legte um 1,5 Mio. Euro auf 1,0 Mio. Euro zu, das EBIT und das Vorsteuerergebnis verbesserten sich jeweils um 1,6 Mio. Euro auf 0,2 resp. 0,04 Mio. Euro. Auch das Nettoergebnis wurde um 1,2 Mio. Euro verbessert, blieb aber aufgrund eines negativen Steuereffekts in Höhe von 0,4 Mio. Euro in dieser Höhe im Minus. Das Unternehmen verweist diesbezüglich aber auf die unterjährig nicht vorgenommene Verlustverrechnung, weswegen im Gesamtjahr eine moderatere Steuerquote zu erwarten ist.

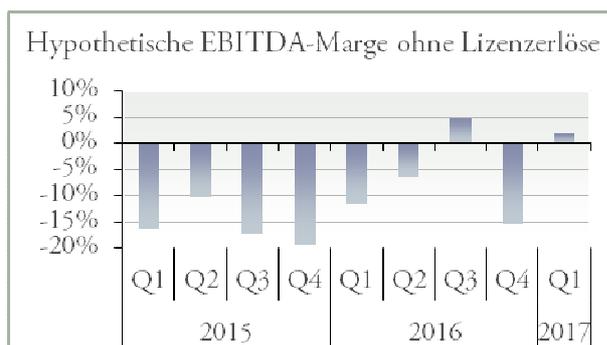
Sämtliche Aufwandsquoten reduziert

Zu verdanken ist diese Ergebnisverbesserung neben dem Umsatzwachstum auch der moderaten Kostentwicklung. Im Vorjahresvergleich wurden sämtliche Aufwandsquoten unterhalb des EBIT teils deutlich reduziert, der Materialaufwand und die Abschreibungen sind sogar absolut gesunken. Die Materialaufwandsquote belief sich im ersten Quartal auf 9,3 Prozent (Vorjahr: 13,1 Prozent), die Personalaufwandsquote auf 67,9 Prozent (Vorjahr: 73,3 Prozent) und die Quote der sonstigen betrieblichen

Aufwendungen auf 20,1 Prozent (nach 24,8 Prozent, alle Quoten in Relation zum Umsatz).

Auch ohne Lizenzen profitabel

Damit hat es GK Software geschafft, sich ergebnisseitig von den volatilen Lizenzeinnahmen zu emanzipieren. Dies wird auch an der Entwicklung der von uns an dieser Stelle bereits mehrfach vorgestellten hypothetischen EBITDA-Marge deutlich. Diese um die Lizenzerlöse bereinigte Kenngröße hat sich im ersten Quartal auf 1,8 Prozent belaufen, womit sie erst zum zweiten Mal (nach dem dritten Quartal 2016) seit dem dritten Quartal 2013 überhaupt einen positiven Wert erreichte. Gegenüber dem Vorjahr hat sich die Profitabilität des Bestandsgeschäfts von GK Software nach dieser Lesart um beachtliche 13 Prozentpunkte verbessert.



Quelle: Unternehmen

Liquidität sprunghaft angestiegen

Die deutliche Ergebnisverbesserung, vor allem aber ein sehr hoher Aufbau von sonstigen kurzfristigen Verbindlichkeiten, hinter dem hohe Kundenanzahlungen stehen, sorgten für einen sprunghaften Anstieg des operativen Cashflows, der nach 2,6 Mio. Euro nun 13,7 Mio. Euro erreichte. Die Auszahlungen für Investitionen erhöhten sich vor allem aufgrund der Baumaßnahmen in Schöneck ebenfalls deutlich (von 0,3 auf 1,0 Mio. Euro), in Summe wurde aber im ersten Quartal ein klar positiver Free-Cashflow von 12,7 Mio. Euro erzielt. Unter dem Strich wurde die Liquidität seit Jahresanfang um 14 Mio. Euro auf 16,9 Mio. Euro erhöht, wobei dies aufgrund des oben genannten Effekts (Anzahlungen) nur eine Momentaufnahme darstellt.

Prognosen bestätigt

Auf Basis der Zahlen des ersten Quartals und mit Verweis auf die volle Vertriebspipeline sowie die nach eigener Einschätzung gute Positionierung in einigen Ausschreibungen hat GK Software die Management-Prognose bestätigt. Demnach soll der Umsatz bis 2018 auf über 90 Mio. Euro erhöht werden, wobei der Vorstand bei einem positiven Geschäftsverlauf ein Erreichen dieser Marke schon im laufenden Jahr für möglich hält. Unverändert wurde auch die Aussage gelassen, ab 2018 wieder eine EBIT-Marge (im Kerngeschäft) oberhalb von 15 Prozent zu erreichen. Dabei betont das Management, dass diese Entwicklung nicht unbedingt stetig verlaufen müsse, was auch die Möglichkeit eines Margenrückgangs im laufenden Jahr impliziert.

Operative Verbesserung stimmt optimistisch

Auch wir haben unsere Schätzungen, die wir im Anschluss an die Veröffentlichung des Geschäftsberichts 2016 aktualisiert hatten, nun komplett unverändert gelassen. Die Lizenzerlöse des ersten Quartals sind zwar sehr schwach ausgefallen, doch lässt sich daraus in keiner Weise auf die Entwicklung dieser hochvolatilen Erlösart in den Folgequartalen schließen. Vielmehr sprechen die Faktoren, die GK Software schon in den letzten zwei Jahren ein starkes Neugeschäft beschert haben und die nach wie vor Bestand haben, dafür, dass GK Software auch in 2017 mehrere Neukunden gewinnen und damit signifikante Lizenzerlöse generieren wird. Dazu zählen die weltweite Vertriebspartnerschaft mit SAP, die berichtete volle Vertriebspipeline, die Attraktivität der neuen Kassenlösung OmniPOS, die durch neue Funktionalitäten weiter erhöht wird, und nicht zuletzt die Schwäche der europäischen Konkurrenz. Während wir demnach dem Lizenzergebnis des ersten Quartals nur eine geringe Bedeutung beimessen, stufen wir die Aussagekraft der in den ersten drei Monaten erreichten Profitabilitätsverbesserung als sehr hoch ein. GK Software hat es erneut geschafft, das Bestandsgeschäft profitabel zu betreiben. Da wir Verbesserungen in diesem Bereich als zentrale Voraussetzung ansehen, um das Ziel einer nachhaltigen Rückkehr der EBIT-

Marge in den Bereich oberhalb von 15 Prozent zu erreichen, sehen wir diese Entwicklung sehr positiv. Kann GK Software diese Verbesserungsdynamik beibehalten, könnten sich unsere Margenannahmen, die von einem deutlich flacheren Anstieg ausgehen, als zu vorsichtig erweisen.

Schätzungen unverändert

Noch aber fühlen wir uns mit unseren Schätzungen wohl und haben sie deswegen, wie ausgeführt, unverändert gelassen. Demnach rechnen wir für dieses Jahr mit einem Umsatz von 88,9 Mio. Euro sowie mit einem EBIT von 6,5 Mio. Euro. Dies korrespondiert mit einer gegenüber dem Vorjahr um 2,2 Prozentpunkte verbesserten EBIT-Marge von 7,3 Prozent. Das Ergebnis je Aktie erwarten wir für 2017 unverändert in Höhe von 2,22 Euro. Auch die Schätzungen für die Folgejahre haben wir ebenso gleich gelassen wie die Rahmendaten des Modells, zu deren Herleitung und ausführlicher Beschreibung wir auf die Langstudie vom 16. Mai 2017 verweisen. Eine Zusammenfassung des von uns für die nächsten acht Jahre unterstellten modellhaften Geschäftsverlaufs findet sich in der Tabelle auf dieser Seite, weitere Details finden sich im Anhang.

Kursziel: 98,00 Euro je Aktie

Auf dieser Basis resultiert aus unserem DCF-Modell in dem von uns favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,1 Prozent) ein Unternehmenswert von 147,5 Mio. Euro bzw. von 78,05 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 98,00 Euro. Die leichte Erhöhung gegenüber dem bisherigen Ansatz ist ausschließlich dem Diskontierungseffekt geschuldet. Da sich auch der Aktienkurs zuletzt sehr dynamisch entwickelt hat, signalisiert das Modell somit aktuell nur noch ein begrenztes Kurspotenzial von etwa 5 Prozent. Unverändert gelassen haben wir dabei unsere Einstufung des Schätzrisikos, das wir in der Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) weiter mit vier Punkten als leicht erhöht bewerten.

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	88,9	97,4	106,1	115,2	124,4	134,3	143,7	153,8
Umsatzwachstum		9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	7,3%	9,1%	11,1%	12,4%	13,5%	14,4%	14,6%	14,7%
EBIT	6,5	8,9	11,7	14,3	16,8	19,3	20,9	22,6
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,9	2,7	3,5	4,3	5,0	5,8	6,3	6,8
NOPAT	4,5	6,2	8,2	10,0	11,8	13,5	14,7	15,8
+ Abschreibungen & Amortisation	4,6	4,4	3,7	3,3	3,1	3,1	3,1	3,1
+ 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	9,1	10,6	11,9	13,3	14,9	16,6	17,8	19,0
- Zunahme Net Working Capital	-0,7	-0,8	-1,0	2,3	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8
- Investitionen AV	-5,0	-3,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3
Free Cashflow	3,4	6,0	8,1	12,7	10,5	12,0	12,9	13,9

SMC Schätzmodell

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 6,1 und 8,1 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 79,78 bis 132,17 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,1%	132,17	122,47	114,69	108,31	102,97
6,6%	119,03	111,52	105,36	100,22	95,86
7,1%	108,48	102,53	97,57	93,36	89,74
7,6%	99,80	95,01	90,95	87,46	84,43
8,1%	92,55	88,63	85,26	82,34	79,78

Fazit

GK Software hat die hohe Dynamik des letzten Jahres ins neue Jahr mitgenommen und sogar weiter erhöht. Trotz des diesmal schwachen Neugeschäfts sorgte vor allem das Dienstleistungsgeschäft für ein Umsatzwachstum um mehr als 30 Prozent. Erfreulich hat sich dabei das Ergebnis entwickelt, das deutlich verbessert werden konnte. Insbesondere ist es erneut gelungen, auch bereinigt um die Lizenzerlöse ein positives Ergebnis zu erwirtschaften, was wir als eine zentrale Voraussetzung für die angestrebte Rückkehr zu alten Margenniveaus betrachten.

Die Profitabilitätsverbesserung sehen wir deswegen neben dem hohen Umsatzwachstum als die wichtigste Erkenntnis aus den Q1-Zahlen, während wir den geringen Lizenzerlösen aufgrund der dieser Einnah-

menart innewohnenden hohen Volatilität keine hohe Bedeutung beimessen. Vielmehr teilen wir diesbezüglich die Zuversicht des Vorstands, dass die Attraktivität des Produkts in Kombination mit der Vertriebsstärke von SAP auch im laufenden Jahr für ein lebhaftes Neugeschäft sorgen wird.

Wir haben deswegen unsere Schätzungen unverändert gelassen und sehen auf dieser Basis den fairen Wert der Aktie von GK Software (inkl. der von uns unterstellten Übernahmeprämie von 25 Prozent) bei 98,00 Euro. Gegenüber dem zuletzt deutlich gestiegenen Aktienkurs impliziert dies ein moderates Kurspotenzial. Damit ist die Aktie aktuell in etwa fair bewertet, weswegen wir unser Rating auf „Hold“ anpassen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
AKTIVA									
I. AV Summe	37,4	37,8	37,2	36,3	36,0	36,0	36,0	36,1	36,3
1. Immat. VG	23,8	21,5	19,9	19,2	18,9	18,8	18,8	18,8	18,8
2. Sachanlagen	8,9	11,6	12,6	12,5	12,5	12,5	12,6	12,7	12,9
II. UV Summe	34,2	36,9	41,9	48,7	56,8	63,0	69,0	74,2	79,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	31,7	35,8	41,2	48,3	56,7	62,7	68,8	74,2	80,0
II. Rückstellungen	3,2	3,5	3,7	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	13,1	11,1	11,1	9,6	8,3	7,6	7,0	5,7	4,2
2. Kurzfristiges FK	23,7	24,3	23,0	23,2	23,5	24,1	24,5	25,5	26,5
BILANZSUMME	71,6	74,7	79,0	85,0	92,8	99,0	105,0	110,4	116,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	77,3	88,9	97,4	106,1	115,2	124,4	134,3	143,7	153,8
Gesamtleistung	77,7	89,4	97,9	106,6	115,7	124,9	134,9	144,3	154,4
Rohertrag	70,0	80,7	88,8	97,0	105,2	113,6	122,6	131,2	140,4
EBITDA	7,8	11,0	13,3	15,5	17,6	19,9	22,4	24,0	25,8
EBIT	3,9	6,5	8,9	11,7	14,3	16,8	19,3	20,9	22,6
EBT	3,5	6,0	8,4	11,4	14,1	17,0	19,7	21,5	23,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,8	4,2	5,9	8,0	9,9	11,9	13,8	15,1	16,4
JÜ	2,8	4,2	5,9	8,0	9,9	11,9	13,8	15,1	16,4
EPS	1,50	2,22	3,10	4,21	5,23	6,31	7,31	7,97	8,65

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	3,7	8,1	9,5	10,7	15,6	13,8	15,5	16,5	17,7
CF aus Investition	-5,1	-5,0	-3,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3
CF Finanzierung	-2,1	-2,2	-2,7	-3,1	-3,3	-7,0	-9,0	-11,0	-12,0
Liquidität Jahresanfa.	6,4	2,8	3,7	6,7	11,4	20,7	24,4	27,7	30,0
Liquidität Jahresende	2,8	3,7	6,7	11,4	20,7	24,4	27,7	30,0	32,5

Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	23,5%	15,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%
Rohermargemarge	90,6%	90,7%	91,2%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%
EBITDA-Marge	10,1%	12,4%	13,7%	14,6%	15,3%	16,0%	16,7%	16,7%	16,7%
EBIT-Marge	5,1%	7,3%	9,1%	11,1%	12,4%	13,5%	14,4%	14,6%	14,7%
EBT-Marge	4,5%	6,7%	8,6%	10,7%	12,3%	13,7%	14,7%	15,0%	15,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,7%	4,7%	6,0%	7,5%	8,6%	9,6%	10,3%	10,5%	10,6%

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
16.05.2017	Buy	97,00 Euro	1), 3), 4)
05.12.2016	Buy	71,70 Euro	1), 3)
15.09.2016	Speculative Buy	54,90 Euro	1), 3)
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)

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.