

9. November 2020  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



## GK Software SE

Starke Profitabilitätsentwicklung und  
große Fortschritte im Cloud-Geschäft

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 77,00 € | Kursziel: 108,00 € (zuvor: 94,00 €)

**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

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	1.123
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Ticker:</b>	GKS:GR
<b>Kurs:</b>	77,00 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	2,04 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	157,3 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	169,8 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	ca. 45,1 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	87,80 / 35,00 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	108,9 Tsd. Euro / Tag

Wie schon im ersten Halbjahr, hat GK Software auch im dritten Quartal mit einer sehr starken Ergebnisentwicklung überzeugt. In Summe der ersten drei Quartale stehen somit nun ein Umsatzwachstum um knapp 7 Prozent auf 85,3 Mio. Euro, ein EBITDA-Anstieg um 354 Prozent auf 11,8 Mio. Euro und eine EBIT-Verbesserung um 9,8 Mio. Euro auf 5,6 Mio. Euro in den Büchern. Ermöglicht wurde dieser Ergebnissprung durch mehrere Lizenzabschlüsse, vor allem aber durch die massive Profitabilitätsverbesserung im Bestandsgeschäft, in der sich die im letzten Jahr umgesetzten Kostensenkungsmaßnahmen bemerkbar machen. Zu einem weiteren Margenanstieg ab 2021 könnten die jüngsten Erfolge im Ausbau des SaaS-Geschäfts beitragen, die GK sowohl im Kerngeschäft als auch mit der neuen Fiskalisierungslösung Fiskal Cloud verbuchen konnte. Ein weiterer Ausbau des Cloud-Geschäfts, der durch eine Vereinbarung mit Microsoft forciert werden soll, könnte neben dem positiven Margeneffekt auch dazu beitragen, dass die Ertragsentwicklung in Zukunft stetiger wird, was die Attraktivität der Aktie zusätzlich erhöhen dürfte. Wir haben die beeindruckende Profitabilitätsverbesserung in unserem Modell nachvollzogen und sehen den fairen Wert nun bei 108,00 Euro je Aktie.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	90,5	106,2	115,4	121,2	139,4	151,9
EBIT (Mio. Euro)	5,0	1,6	3,4	9,5	15,2	18,3
Jahresüberschuss	3,9	0,9	-3,1	6,1	9,7	12,5
EpS	2,05	0,49	-1,55	2,97	4,76	6,11
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,26	0,61
Umsatzwachstum	17,0%	17,4%	8,8%	5,0%	15,0%	9,0%
Gewinnwachstum	37,4%	-76,2%	-	-	60,3%	28,4%
KUV	1,74	1,48	1,36	1,30	1,13	1,04
KGV	40,5	170,0	-	25,9	16,2	12,6
KCF	10,3	-	-	11,9	9,8	8,7
EV / EBIT	34,0	106,4	49,5	17,9	11,2	9,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,8%

## Umsatzplus nach neun Monaten

Vorläufigen Zahlen zufolge hat GK Software den Neunmonatsumsatz um 6,9 Prozent auf 85,3 Mio. Euro gesteigert. Separat im dritten Quartal waren die Erlöse im Vorjahresvergleich zwar leicht rückläufig (-1,3 Prozent), doch ist das auf einen Sondereffekt aus dem Vorjahr zurückzuführen. Seinerzeit konnte GK nämlich Leistungen im niedrigen siebenstelligen Volumen fakturieren, die bereits früher erbracht worden waren. Ohne diesen Effekt hätte der Umsatz auch im dritten Quartal 2020 zugelegt.

## Drei Lizenzabschlüsse

Eine Aufteilung der Umsätze auf die einzelnen Erlösarten wurde noch nicht vorgelegt, doch der Anteil der hochmargigen Plattformlizenzen dürfte diesmal höher gelegen haben. Denn im dritten Quartal konnte GK Software drei neue Lizenzabschlüsse erzielen. Hiervon stammen zwei Neukunden aus dem europäischen Ausland und einer aus Ägypten.

Geschäftszahlen	9M 19	9M 20	Änderung
Umsatz	79,75	85,25	+6,9%
EBITDA	2,61	11,83	+353,8%
EBITDA-Marge	3,3%	13,9%	
EBIT	-4,23	5,58	-
EBIT-Marge	-5,3%	6,5%	
Nettoergebnis	-6,74	2,97	-
Netto-Marge	-8,4%	3,5%	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

## Kräftiger Ergebnissprung

Die drei Lizenzabschlüsse waren ein wichtiger Grund dafür, dass die Ergebniskennzahlen des dritten Quartals trotz des leicht rückläufigen Umsatzes sehr deutlich verbessert werden konnten: das Quartals-EBITDA legte um rund drei Viertel zu, das EBIT hat sich nahezu verfünffacht und das Quartalsergebnis drehte auf 3,1 Mio. Euro ins Plus. In Summe der ersten neun Monate wurde das EBITDA somit um 354 Prozent auf 11,8 Mio. Euro erhöht, während das EBIT und der Periodenüberschuss um jeweils fast 10

Mio. Euro auf 5,6 bzw. 3,0 Mio. Euro verbessert wurden.

## Marge auf Mehrjahreshoch

Auf Neunmonatssicht wurde damit eine EBITDA-Marge von 13,9 Prozent erwirtschaftet, der mit Abstand beste Neunmonatswert seit 2012. Auch beim EBIT wurde mit einer Marge von 6,5 Prozent das höchste Profitabilitätsniveau seit neun Jahren ausgewiesen.

## Kostensenkungen wirken

Diesen Profitabilitätsschub führt GK Software neben den höheren Lizezeinnahmen auf die Effekte der seit dem letzten Jahr ergriffenen Kostensenkungsmaßnahmen zurück. Während gerade das dritte Quartal 2019 noch von den Einmalkosten der Personalreduktion belastet war, zeigen sich in der laufenden Periode die positiven Effekte der Maßnahmen im vollen Ausmaß. Darüber hinaus sind aufgrund der Corona-bedingten Reisebeschränkungen die Reisekosten erheblich gesunken. Aufgrund der sehr guten Erfahrungen, die GK Software in den letzten Monaten mit der Remote-Bereitstellung der eigenen Dienstleistungen gemacht hat, geht das Unternehmen inzwischen davon aus, dass ein nicht unbedeutender Teil der Einsparungen in diesem Bereich dauerhafter Natur sein könnte.

## Große Fortschritte im Cloud-Geschäft

Noch ohne signifikante Auswirkungen auf die aktuellen Zahlen, dafür aber von einer umso größeren strategischen Tragweite, sind zwei weitere Abschlüsse, die GK Software im dritten bzw. zu Beginn des vierten Quartals gelungen sind. Und zwar konnte GK Software einen Bestandskunden und einen großen Neukunden für die cloud4retail-Plattform im Software-as-a-Service-Modell (SaaS) gewinnen. Die Bereitstellung der Software inklusive aller Updates und Anpassungen erfolgt für diese beiden Kunden somit fortan ausschließlich über die Cloud, gleichzeitig betont GK Software aber, dass kundenindividuelle Anpassungen und Erweiterungen weiterhin möglich und geplant sind, sodass beide Abschlüsse mit einem Dienstleistungsgeschäft im üblichen Umfang einhergehen. Doch statt der bisher üblichen Einmallylizenz und der

anschließenden Wartungserlöse, wird GK nun von beiden Kunden über mehrere Jahre SaaS-Gebühren vereinnahmen, mit denen die Lizenzen, die Wartung und das Hosting abgedeckt sind. Damit erhöht sich der Anteil an wiederkehrenden Erlösen und so auch die Prognostizierbarkeit der Umsatzentwicklung, darüber hinaus fallen die SaaS-Einnahmen nach bisherigen Erfahrungen in der Softwarebranche über die Laufzeit gerechnet spürbar höher aus als die Summe aus Einmallyzenzen und Wartungserlösen.

### Partnerschaft mit Microsoft

Als nicht minder wichtig für das Cloud-Geschäft einzustufen ist die kürzlich vereinbarte Zusammenarbeit mit Microsoft, auf deren Basis die GK-Lösungen nun auch aus der Microsoft-Cloud Azure angeboten werden können. Dafür hat GK Software in den letzten Jahren technische Anpassungen seiner Lösungen an die Azure-Spezifikationen vorgenommen, was die Performance und Skalierbarkeit der genuin cloud-basierten Dienste deutlich erhöht. Darüber hinaus haben die beiden Unternehmen eine gegenseitige Vertriebspartnerschaft vereinbart, woraus sich für GK einerseits neue Kundenprojekte und andererseits laufende Provisionen für diejenigen Kunden, die sich für das Hosting ihrer GK-Lösungen auf Azure entscheiden, ergeben könnten. Vor allem aber verweist GK Software auf die strategische Bedeutung der Vereinbarung für die Erfolgsaussichten des eigenen Cloud-Angebotes im europäischen Markt, wo die Microsoft-Cloud von sehr vielen Unternehmen den Konkurrenzangeboten vorgezogen wird.

### Fiskalisierungslösung weit über Erwartungen

Dementsprechend läuft auch die neue Fiskalisierungslösung Fiskal Cloud auf Azure. Mit diesem neuen Produkt, mit dem Händler unabhängig vom eingesetzten Kassensystem flexibel, günstig und rechtssicher die neuen Anforderungen bezüglich der lückenlosen Dokumentation der Kasse erfüllen können, und welches Ende September als erste und bisher einzige reine Cloud-Software vom BSI (Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik) zertifiziert wurde, stößt GK Software nach eigenen Angaben auf

eine sehr lebhaften Nachfrage. So haben sich nahezu alle GK-Kunden in Deutschland für die Fiskal Cloud entschieden, darüber hinaus konnten zahlreiche weitere Kunden aus unterschiedlichsten Branchen dafür gewonnen werden. GK Software spricht in diesem Zusammenhang von einer Entwicklung deutlich oberhalb der bisherigen Erwartung, was sich ab 2021 in einem hohen Strom aus wiederkehrenden SaaS-Einnahmen niederschlagen sollte.

### Höhere Umsätze ab 2021

Nicht zuletzt wegen dieser zusätzlichen Einnahmen haben wir unsere Umsatzschätzung für 2021 erhöht, aber auch die beiden Cloud-Abschlüsse im Kerngeschäft erhöhen die Einnahmehasis ab dem nächsten Jahr. Die anschließenden Wachstumsraten haben wir hingegen aus Vorsicht unverändert gelassen und kalkulieren mit jährlichen Zuwächsen von anfangs 9 Prozent, die wir dann schrittweise auf 7 Prozent per annum zurückgehen lassen. Angesichts des kumulativen Charakters der SaaS-Einnahmen (und des bisherigen Wachstumstempos im Kerngeschäft) halten wir diese Annahme für vorsichtig, sehen damit aber auch das Szenario abgedeckt, dass eine rasche Gewichtsverschiebung im Neugeschäft durch den Wegfall der hohen Einmallyzenzen in der Übergangszeit die Wachstumsraten dämpfen könnte. Allerdings wird die Umsatzentwicklung ohnehin von den Dienstleistungserlösen determiniert, die auch im Cloud-Geschäft weiter unverändert anfallen. Mit der diesjährigen Neukundengewinnung hat GK somit bereits die Basis für weitere Dienstleistungsumsätze auch in den Folgejahren gelegt. Für das laufende Jahr haben wir unsere Umsatzerwartung demgegenüber etwas zurückgenommen und reagieren damit auf die aktuelle teils dramatische Zuspitzung der Corona-Situation in Europa und Amerika, was unseres Erachtens die diesjährige Abschlusswahrscheinlichkeit im Neukundenvertrieb reduziert. Dementsprechend kalkulieren wir für 2020 mit Umsatzerlösen in Höhe von 121,2 Mio. Euro (bisher: 124,1 Mio. Euro).

### Gewinnerwartungen für 2020 reduziert

Wegen der nun vorsichtigeren Einschätzung der diesjährigen Lizenzeinnahmen haben wir auch die Gewinnerwartungen für das laufende Jahr reduziert. Das

EBITDA erwarten wir nun bei 18,1, das EBIT bei 9,5 und den Jahresüberschuss bei 6,1 Mio. Euro (bisher: 18,5 Mio. Euro, 9,9 Mio. Euro und 6,4 Mio. Euro).

## Margen erhöht

Dies korrespondiert aber mit einer unveränderten Einschätzung der Profitabilität für 2020, die in einer Margenschätzung auf EBITDA-Basis in Höhe von 14,9 Prozent zum Ausdruck kommt. Den margendämpfenden Effekt der etwas reduzierten Erwartung bezüglich des Umsatzbeitrags der Plattformlizenzen haben wir durch eine höhere Profitabilität im Bestandsgeschäft kompensiert, die sich nach dem Eindruck der vorläufigen Neunmonatszahlen spürbar besser entwickelt hat, als von uns bisher antizipiert. Dieser Effekt, in Kombination mit dem ab 2021 steigenden Anteil der lukrativen SaaS-Erlöse (cloud4retail und Fiskal Cloud), führt in unserem Modell ab 2021 zu einer Erhöhung der angenommenen Margen. Auf EBITDA-Basis erwarten wir zwischen 2021 und 2027 einen Anstieg von 16,3 auf 17,1 Prozent, was beim EBIT mit einer Entwicklung von 10,9 auf 14,3 Prozent (bisher: 9,6 bis 13,1 Prozent) korrespondiert. Damit bleiben wir im gesamten Schätzzeitraum trotz der Anhebung aber noch unter dem von GK formulierten

Ziel einer EBIT-Marge von 15 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 zeigt die unten abgebildete Tabelle, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GU 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

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	121,2	139,4	151,9	164,1	175,6	187,9	201,0	215,1
Umsatzwachstum		15,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	7,8%	10,9%	12,0%	13,0%	13,5%	13,8%	14,1%	14,3%
<b>EBIT</b>	<b>9,5</b>	<b>15,2</b>	<b>18,3</b>	<b>21,3</b>	<b>23,7</b>	<b>26,0</b>	<b>28,3</b>	<b>30,7</b>
Steuersatz	20,0%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,9	4,4	5,3	6,2	6,9	7,6	8,2	8,9
<b>NOPAT</b>	<b>7,6</b>	<b>10,8</b>	<b>13,0</b>	<b>15,1</b>	<b>16,8</b>	<b>18,4</b>	<b>20,0</b>	<b>21,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	8,6	7,5	7,0	6,6	6,4	6,3	6,2	6,1
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>16,2</b>	<b>18,2</b>	<b>20,0</b>	<b>21,7</b>	<b>23,3</b>	<b>24,7</b>	<b>26,2</b>	<b>27,9</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,4	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9	-2,2	-2,4
- Investitionen AV	-2,0	-4,0	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6
<b>Free Cashflow</b>	<b>12,7</b>	<b>13,1</b>	<b>14,5</b>	<b>15,9</b>	<b>17,2</b>	<b>18,3</b>	<b>19,5</b>	<b>20,9</b>

SMC Schätzmodell

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 Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und kalkulieren nach wie vor im Anschluss mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

### Kursziel: 108,00 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 220,3 Mio. Euro bzw. 107,88 Euro je Aktie, woraus wir das deutlich erhöhte Kursziel von 108,00 Euro (bisher: 94,00 Euro) ableiten. Die Erhöhung gegenüber dem bisherigen Wert ist der erhöhten Umsatzreihe ab 2021 und der angehobenen Margenerwartung geschuldet, was die leichte Reduktion der Gewinnerwartung für 2020 bei weitem überkompensiert hat. Unverändert gelassen haben wir die Einstufung der Prognoseunsicherheit, für welches wir wegen

der ausgeprägten Abhängigkeit der Gewinnentwicklung von den volatilen Lizenz Erlösen 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 80,99 und 162,65 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,7%	162,65	146,63	134,01	123,82	115,40
6,2%	141,76	129,57	119,71	111,57	104,75
6,7%	125,27	115,74	<b>107,88</b>	101,28	95,66
7,2%	111,92	104,31	97,93	92,50	87,82
7,7%	100,87	94,70	89,45	84,93	80,99

## Fazit

---

Im dritten Quartal ist der Umsatz zwar minimal unter dem Vorjahreswert geblieben, doch das Ergebnis konnte GK Software trotzdem erneut sehr deutlich verbessern. In Summe der ersten neun Monate stehen nun ein Umsatzwachstum um knapp 7 Prozent sowie ein EBITDA-Anstieg um 354 Prozent in den Büchern. Das EBIT und der Neunmonatsgewinn haben sich beide um knapp 10 Mio. Euro verbessert und drehten mit 5,6 respektive 3,0 Mio. Euro deutlich ins Plus.

Zu verdanken ist diese Ergebnisverbesserung vor allem den im letzten Jahr ergriffenen Kostensenkungsmaßnahmen, darüber hinaus konnte GK im laufenden Jahr trotz der Corona-Pandemie mehrere Lizenzabschlüsse erzielen. Gerade der erstgenannte Punkt stützt die Erwartung, dass die verbesserte Profitabilität dauerhafter Natur sein wird. Zusammen mit den ersten großen SaaS-Abschlüssen im Kerngeschäft und der nach Unternehmensangaben deutlich über den Erwartungen liegenden Dynamik im Geschäft mit der

neuen Fiskalisierungslösung, in dem ebenfalls lukrative und wiederkehrende SaaS-Einnahmen generiert werden, dürften die Profitabilitätsprobleme der letzten Jahre nun eindeutig der Vergangenheit angehören.

Damit scheint GK Software die Profitabilitätswende schneller und deutlicher geschafft zu haben, als von uns bisher unterstellt, weswegen wir die Margenannahmen in unserem Modell nun spürbar angehoben haben. Obwohl wir dennoch noch ein Margenniveau unterhalb des von Management angepeilten Wertes von 15 Prozent (EBIT) annehmen, hat sich der von uns geschätzte faire Wert infolgedessen auf 108,00 Euro je Aktie erhöht. Gegenüber dem aktuellen Börsenkurs bedeutet das ein Aufwärtspotenzial von rund 40 Prozent, weswegen wir unser bisheriges Urteil „Buy“ bekräftigen.

# 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
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	60,6	55,6	53,6	52,3	51,4	50,9	50,5	50,3	50,3
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	29,5	29,6	29,7	29,9	30,2	30,4	30,7
II. UV Summe	53,6	57,7	67,5	64,7	78,0	92,9	108,2	123,9	140,1
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	42,3	49,2	58,9	70,9	84,3	98,7	113,6	129,1	145,0
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	24,6	3,9	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
2. Kurzfristiges FK	37,8	34,2	32,2	36,2	35,2	34,5	33,9	33,3	32,9
<b>BILANZSUMME</b>	<b>114,2</b>	<b>113,3</b>	<b>121,2</b>	<b>117,0</b>	<b>129,5</b>	<b>143,7</b>	<b>158,7</b>	<b>174,2</b>	<b>190,4</b>

## 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	121,2	139,4	151,9	164,1	175,6	187,9	201,0	215,1
Gesamtleistung	115,4	121,2	139,4	151,9	164,1	175,6	187,9	201,0	215,1
Rohertrag	109,2	113,3	130,4	142,2	153,6	164,4	176,0	188,3	201,5
EBITDA	12,3	18,1	22,7	25,3	27,9	30,2	32,2	34,4	36,8
EBIT	3,4	9,5	15,2	18,3	21,3	23,7	26,0	28,3	30,7
EBT	1,2	7,6	13,7	17,6	20,7	23,4	25,8	28,3	30,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,1	6,1	9,7	12,5	14,7	16,6	18,3	20,0	21,9
JÜ	-3,1	6,1	9,7	12,5	14,7	16,6	18,3	20,0	21,9
EPS	-1,55	2,97	4,76	6,11	7,20	8,11	8,95	9,81	10,74



## 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	13,2	16,1	18,2	19,8	21,3	22,6	24,0	25,6
CF aus Investition	-3,6	-2,0	-4,0	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6
CF Finanzierung	-0,1	-10,1	-5,0	-19,9	-5,5	-5,6	-6,6	-7,8	-9,2
Liquidität Jahresanfa.	6,1	2,3	3,4	10,4	4,6	14,6	25,9	37,5	49,2
Liquidität Jahresende	2,3	3,4	10,4	4,6	14,6	25,9	37,5	49,2	61,1

### Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	8,8%	5,0%	15,0%	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%	16,3%	16,6%	17,0%	17,2%	17,2%	17,1%	17,1%
EBIT-Marge	3,0%	7,8%	10,9%	12,0%	13,0%	13,5%	13,8%	14,1%	14,3%
EBT-Marge	1,1%	6,3%	9,8%	11,6%	12,6%	13,3%	13,7%	14,1%	14,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,7%	5,0%	7,0%	8,2%	9,0%	9,4%	9,7%	10,0%	10,2%

# 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 09.11.2020 um 11:25 Uhr fertiggestellt und am 09.11.2020 um 11:40 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
04.09.2020	Buy	94,00 Euro	1), 3)
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)

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.