

08. Mai 2019
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Auf der Suche nach der Balance

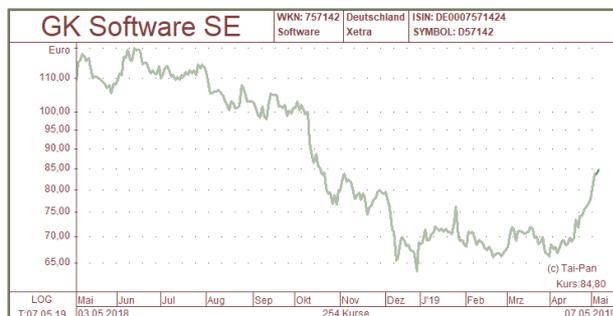
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 84,80 Euro | Kursziel: 121,50 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.205
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	84,80 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	1,93 Mio. Stück
Market-Cap:	163,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	187,2 Mio. Euro
Free Float:	ca. 46,5 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	120,00 / 62,20 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	134,1 Tsd. Euro / Tag

GK Software ist im letzten Jahr erneut stark gewachsen und hat den Umsatz um 17,4 Prozent auf 106,2 Mio. Euro gesteigert. Wie bereits im Januar angekündigt, wurde aber das Ziel, dieses Wachstum für eine Verbesserung der Profitabilität zu nutzen, klar verfehlt. Vielmehr musste GK Software einen herben Ergebnisrückgang hinnehmen, der sich bei EBIT und Jahresüberschuss auf knapp 70 Prozent und bzw. 76 Prozent belief. Verantwortlich dafür war eine Reihe von Ursachen, zu denen vor allem anhaltend schwache Margen im nordamerikanischen Projektgeschäft, kräftig erhöhte Aufwendungen für die Produktentwicklung sowie der entgegen den Erwartungen ausgefallene Jahresendspurt im Lizenzgeschäft gehörten. Somit bleibt das Bild weiterhin zwiespältig. Während GK Software im Hinblick auf die Kundengewinnung und den Ausbau der weltweiten Marktstellung zu recht von einem sehr erfolgreichen Jahr spricht, spiegeln die Erträge dies noch nicht wider. Für die Beurteilung des Unternehmens ist somit die Frage zentral, ob es zukünftig gelingen wird, eine bessere Balance zu finden und die exzellente Basis tatsächlich in hohe Gewinne umzumünzen. Da wir hiervon überzeugt sind, haben wir in unseren Schätzungen wieder steigende Margen modelliert und sehen für die Aktie auf dieser Basis ein hohes Kurspotenzial bis 121,50 Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	77,3	90,5	106,2	119,4	134,3	147,8
EBIT (Mio. Euro)	3,9	5,0	1,6	10,4	13,7	17,0
Jahresüberschuss	2,8	3,9	0,9	6,2	8,6	11,0
EpS	1,50	2,05	0,49	3,20	4,47	5,70
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	23,5%	17,0%	17,4%	12,5%	12,5%	10,0%
Gewinnwachstum	-	37,4%	-76,2%	568,6%	39,5%	27,6%
KUV	2,12	1,81	1,54	1,37	1,22	1,11
KGV	57,9	42,2	177,0	26,5	19,0	14,9
KCF	44,3	10,8	-	10,6	12,3	10,9
EV / EBIT	47,5	37,5	117,3	18,1	13,7	11,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%

Hohes Wachstum bestätigt

GK Software hat im letzten Jahr den Umsatz um 17,4 Prozent auf 106,2 Mio. Euro gesteigert, womit die im Januar kommunizierte indikative Umsatzspanne am oberen Ende erreicht wurde. Getrieben wurde das Wachstum einmal mehr vom Kerngeschäft GK/Retail, dessen Erlöse um 27,5 Prozent auf 96,4 Mio. Euro geklettert sind. Darin enthalten sind auch 0,5 Mio. Euro des Kleinstsegments SQRS, das fortan nicht mehr separat ausgewiesen wird. Das zweite verbliebene Segment, IT-Services, musste hingegen im letzten Jahr einen herben Umsatzrückgang hinnehmen, der durch den Verlust des größten Kunden ausgelöst worden war. Der Segmentumsatz reduzierte sich infolgedessen von 14,9 auf 9,8 Mio. Euro. Der Rückgang betraf die von den eigenen Produkten unabhängigen Dienstleistungen, die GK Software zukünftig nicht mehr anbieten will. Wie bereits im Januar angekündigt, soll der Ausstieg aus dem produktungebundenen Servicegeschäft aber schrittweise über drei bis vier Jahre im Gleichschritt mit dem Auslaufen der entsprechenden Kundenverträge erfolgen. Demgegenüber zeigt sich GK Software mit der Entwicklung des ebenfalls in dem Servicesegment angesiedelten Geschäfts mit der Mittelstandslösung euroSUITE zufrieden und will dieses weiter fortführen.

Produktlizenzen steigen um drei Viertel

Sehr stark haben sich im letzten Jahr die Produktlizenzen entwickelt, die um 77 Prozent auf 17,4 Mio. Euro zugelegt haben. 0,7 Mio. Euro davon entfielen auf neue Lizenzen mit euroSUITE, so dass im Kerngeschäft GK/Retail 16,6 Mio. Euro erzielt wurden (+85 Prozent). Hiervon trug wiederum 10,6 Mio. Euro das Kernprodukt OmniPOS bei, worin sich die Gewinnung elf weiterer Kunden bemerkbar machte. Die übrigen 6,0 Mio. Euro wurden mit den kleineren Lösungen (valuephone, prudsys, TAPS) erzielt, die ergänzend zum Kernprodukt, aber auch stand-alone vertrieben werden. Allein 3,5 Mio. Euro stammten aus SaaS-Einnahmen der Tochter prudsys mit der KI-Software, die im Herbst 2017 akquiriert wurde. Die im Mai 2018 erworbene Tochter valuephone, die für die Entwicklung der Konsumenten-App Mobile Consumer Assistant (MCA) verantwortlich ist, trug letztes Jahr 0,9 Mio. Euro zum Konzernumsatz bei. Weitere

Lizenzen in Höhe von 6,2 Mio. Euro (Vorjahr: 6,3 Mio. Euro) wurden für kundenindividuelle Softwareentwicklungen vereinnahmt.

Dienstleistungen +30 Prozent

Stark haben sich auch die Dienstleistungserlöse erhöht, die mit 53,0 Mio. Euro um 29 Prozent über dem Vorjahreswert lagen. Demgegenüber haben sich die Wartungserlöse um 3 Prozent auf 28,2 Mio. Euro reduziert, was aber ausschließlich auf den genannten Verlust eines Kunden in der Service-Sparte zurückzuführen war. Im Kerngeschäft konnte der Wartungsumsatz hingegen um 9 Prozent auf 22,0 Mio. Euro erhöht werden. Zusammen mit dem Subskriptionsumsatz von prudsys waren somit 31 Prozent der Konzernerlöse wiederkehrender Natur.

Hohe Kostensteigerungen

Die hohe Umsatzdynamik wurde im letzten Jahr allerdings von der Kostendynamik noch übertroffen. Mit Ausnahme des Materialaufwands, der sich vor allem infolge des Umsatzrückgangs in der Sparte IT-Services um 9 Prozent auf 7,7 Mio. Euro reduzierte, legten alle Aufwandsarten überproportional zu. Der Personalaufwand erhöhte sich um 19 Prozent auf 68,8 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Anstieg der Personalaufwandsquote von 63,9 auf 64,8 Prozent. Ursächlich dafür war das Wachstum der Mitarbeiterzahl, die sich im Jahresdurchschnitt um 17,5 Prozent auf 1.129 erhöhte. Etwas mehr als ein Drittel davon war eine Folge der beiden Übernahmen (prudsys und valuephone), den organischen Personalaufbau beziffert GK Software auf 120 Mitarbeiter. Das Wachstum der Organisation und der geographischen Reichweite war über das Wachstum der Reise-, Raum- und Kfz-Kosten gleichzeitig ein wichtiger Faktor für den kräftigen Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die um 29 Prozent auf 26,4 Mio. Euro geklettert sind. Aber auch die um fast 0,8 Mio. Euro gestiegenen Rechts- und Beratungskosten sind ein Ausdruck des raschen Wachstums und spiegeln die Aufwendungen im Zusammenhang mit den Abschlüssen und der Konsolidierung der ausländischen Töchter, die Transaktionskosten der valuephone-Akquisition und die

Kosten einer Überprüfung und Anpassung des Compliance-Systems an die gewachsene Organisation wider. Schließlich haben sich auch die Abschreibungen infolge der umfangreichen baulichen Investitionen am Stammsitz in Schöneck sowie aufgrund der Übernahmen von prudsys und valuephone um 39 Prozent auf 5,2 Mio. Euro erhöht.

Geschäftszahlen	GJ 2017	GJ 2018	Änderung
Umsatz	90,45	106,15	+17,4%
Produktlizenzen	9,83	17,36	+76,6%
Lizenzen auf kundenind. Entwicklung	6,35	6,22	-2,0%
Dienstleistungen	41,02	53,01	+29,2%
Wartung	29,20	28,21	-3,4%
EBITDA	8,77	6,83	-22,1%
EBITDA-Marge	9,7%	6,4%	
EBIT	4,99	1,60	-68,1%
EBIT-Marge	5,5%	1,5%	
Vorsteuerergebnis	4,34	0,17	-96,1%
Vorsteuer marge	4,8%	0,2%	
Nettoergebnis	3,88	0,93	-76,2%
Netto-Marge	4,3%	0,9%	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Positiver Sondereffekt entfallen

Neben den hohen Kostensteigerungen hat sich auch ein deutlicher Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge ergebnisbelastend ausgewirkt, die im Vorjahr von einem hohen Sonderertrag in Höhe von 1,5 Mio. Euro aus der Reduktion einer Earn-Out-Verbindlichkeit aus einer früheren Akquisition profitiert hatten. Da dieser Effekt in 2018 weggefallen ist, sind die sonstigen Erträge um 1,6 Mio. Euro gesunken.

Deutlicher EBIT-Rückgang

Wie bereits im Januar angekündigt, folgte daraus ein deutlicher Ergebnisrückgang, womit die eigentliche Zielsetzung einer Margensteigerung klar verfehlt wurde. Mit einem EBITDA von 6,8 Mio. Euro wurde zwar der vorläufige Wert von 6,0 Mio. Euro übertroffen, doch gegenüber dem Vorjahr bedeutet dies ein

Minus von 22 Prozent. Das EBIT reduzierte sich sogar um 68 Prozent auf 1,6 Mio. Euro, womit die EBIT-Marge von 5,5 Prozent im Vorjahr auf 1,5 Prozent zurückging. Da zudem das Finanzergebnis infolge eines stärkeren Rückgriffs auf Fremdkapital mit -1,4 Mio. Euro spürbar schlechter ausgefallen ist als im Vorjahr (-0,7 Mio. Euro), summierte sich der Rückgang beim Vorsteuerergebnis auf 96 Prozent (auf 0,2 Mio. Euro) und beim Jahresüberschuss auf 76 Prozent (auf 0,9 Mio. Euro). Beim Letzteren profitierte GK Software von einem Steuerertrag in Höhe von 0,8 Mio. Euro, während im Vorjahr eine steuerliche Belastung von 0,5 Mio. Euro angefallen war.

Hohe Expansionskosten

Zur Erklärung der hohen Kostendynamik führt GK Software mehrere Aspekte an, die sich unter dem Stichwort Zukunftsinvestitionen subsumieren lassen. Dazu gehören in erster Linie die Sachanlageninvestitionen vor allem zum Ausbau des Stammsitzes in Schöneck, die sich allein letztes Jahr auf knapp 12 Mio. Euro belaufen und sich ergebnisseitig bereits in den höheren Abschreibungen ausgewirkt haben. Im Zusammenhang damit stehen aber auch zahlreiche Einmalaufwendungen unterhalb der Aktivierungsschwelle, die das Unternehmen allein für das letzte Jahr für die Summe der Standorte Schöneck, Hamburg, Berlin und Jena auf 1,75 Mio. Euro beziffert. Auch bezüglich der Kfz-, Rechts- und Beratungskosten spricht das Unternehmen von expansionsbedingten Einmalaufwendungen von rund 1,0 Mio. Euro. Ein Investitionscharakter kann ebenfalls dem Personalwachstum zugeschrieben werden. Zur Verdeutlichung der daraus resultierenden Ergebnisbelastung führt GK Software an, dass der organische Personal-aufbau um 120 Personen bei einer durchschnittlichen Einarbeitungszeit von 3 bis 6 Monaten mit „Leerkosten“ von 2,4 Mio. Euro verbunden ist.

Produktentwicklung weiter forciert

Für die enttäuschende Ergebnisentwicklung ausschlaggebend waren aber vier andere Aspekte: hohe Investitionen in die Produktentwicklung, der im letzten Jahr ausgebliebene Jahresendspurt im Lizenzgeschäft, teure Ineffizienzen im Nordamerikageschäft

(siehe unten) und der bereits erwähnte Umsatzrückgang im Service-Segment, in dessen Folge das Segment-EBIT um 2,5 Mio. Euro zurückgegangen ist (vor Konsolidierung). Den wider Erwarten nicht realisierten Lizenzumsatz beziffert GK Software auf bis zu 4 Mio. Euro, während sich der Anstieg der Aufwendungen für die Softwareentwicklung auf 4,8 Mio. Euro belaufen hat. Insgesamt hat GK Software somit im letzten Jahr fast 15 Mio. Euro für Forschung und Entwicklung aufgewendet, gleichbedeutend mit einem Umsatzanteil von etwa 14 Prozent. Inhaltlich lag der Schwerpunkt auf der Integration und Weiterentwicklung der Technologie von prudsys (künstliche Intelligenz) und valuephone (mobile Kunden-App) sowie auf der Erweiterung der Cloud-Fähigkeit der Software. Darüber hinaus wurde vor allem im vierten Quartal die Entwicklung der neuen Lösungen für Tankstellen und Restaurants forciert. Die Tankstellenlösung soll bereits Mitte dieses Jahres bei einem US-Kunden in den Pilotbetrieb gehen.

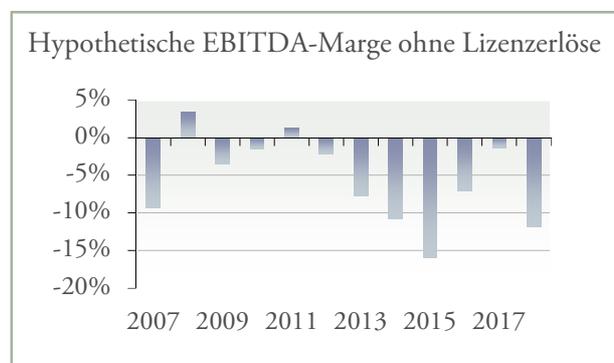
Langanhaltende Effizienzprobleme

Schließlich haben sich die Effizienzprobleme im Nordamerikageschäft, von denen das Unternehmen bereits zur Jahresmitte 2018 berichtet hatte, entgegen den ursprünglichen Erwartungen bis weit ins vierte Quartal gezogen. Die hierdurch entstandenen Kosten durch unbezahlte Mehrarbeit beziffert GK Software auf 3,8 Mio. Euro, betont aber auf Nachfrage den konservativen Charakter dieser Schätzung. Als sehr wichtig erachten wir in diesem Zusammenhang, dass die Gesellschaft die Probleme seit Dezember für überwunden hält, wobei das Management die Zuversicht noch unter den Vorbehalt des rechtzeitigen Erreichens von wichtigen Meilensteinen in neuen US-Projekten stellt. Vor diesem Hintergrund dürfte es bis zum Herbst dauern, bis GK Software endgültig Entwarnung bezüglich der Effizienz des Nordamerikageschäfts geben kann. Grundsätzlich zeigt sich das Unternehmen aber sehr zuversichtlich, die dort aufgetretenen Probleme lösen zu können, und verweist auf die Aktivitäten im südlichen Afrika, für die seit 2015 unter vergleichbar schwierigen Startbedingungen ein enormer Produktivitätsfortschritt erzielt werden konnte. Ohne diesen Produktivitätsfortschritt wäre der letztjährige Umsatz nach Unternehmensangaben

ceteris paribus um einen zweistelligen Millionenbetrag niedriger ausgefallen.

„Lizenzfreie“ EBITDA-Marge tiefrot

Das Ausmaß der letztjährigen Profitabilitätsverschlechterung verdeutlicht die um die Produktlizenzen bereinigte EBITDA-Marge, die sich nach den Fortschritten in 2016 und 2017 nun wieder auf -11,9 Prozent verschlechtert hat – den zweitschlechtesten Wert nach dem Krisenjahr 2015. Von dem strategischen Ziel, die Kosten der Organisation mit Dienstleistungen und Wartung zu decken, hat sich GK Software somit 2018 wieder entfernt. Absolut betrachtet lag das „lizenzfreie“ EBITDA bei -10,5 Mio. Euro, was gleichzeitig verdeutlicht, dass die Ineffizienzen im nordamerikanischen Projektgeschäft nur ein Teil der Erklärung sind. Noch wichtiger sind in diesem Zusammenhang die hohen Investitionen in die Softwareentwicklung, die letztlich ein Ausdruck der Unternehmensentscheidung sind, das aktuelle Window of Opportunity im Markt zu nutzen und den eigenen Marktanteil mit hochinnovativer Software rasch zu steigern.



Quelle: Unternehmen

Cashflow stichtagsbedingt im Minus

Bedingt durch die Ergebnisverschlechterung, vor allem aber durch den stichtagsbedingt kräftigen Anstieg der Forderungen, der die Cashflow-Rechnung mit 13,7 Mio. Euro belastet hat und den GK Software mit sehr hohen Umsätzen im Dezember begründet, ist der operative Cashflow mit -5,7 Mio. Euro ins Minus gerutscht, nach +15,2 Mio. Euro im Vorjahr. Das Unternehmen betont aber den Stichtagscharakter dieser

Betrachtung und verweist auf die bis zum Berichtszeitpunkt weitestgehend beglichenen Forderungen. Damit dürfte sich inzwischen auch die Liquiditätsposition, die zusätzlich durch investitionsbedingte Abflüsse in Höhe von 15,7 Mio. Euro belastet wurde und sich zum Bilanzstichtag um insgesamt 21,7 auf 11,8 Mio. Euro reduzierte, wieder deutlich erholt haben.

Eigenkapitalquote stabil

Das gilt auch für die Nettoverschuldung, die sich stichtagsbedingt zum Jahreswechsel unter Einbeziehung der Wandelanleihe auf 23,0 Mio. Euro erhöht hat (Vorjahr: 1,8 Mio. Euro). Stabil geblieben ist hingegen die Eigenkapitalquote, die Ende 2018 bei 36,2 Prozent lag. Größere Verschiebungen gab es dafür auf der Vermögensseite der Bilanz, wo sich neben den Änderungen der Forderungen und der Liquidität auch ein starker Anstieg des Anlagevermögens (+27 Prozent auf 56,8 Mio. Euro oder 51 Prozent der Bilanzsumme) ergeben hat. Dazu beigetragen haben der investitionsbedingte Anstieg der Sachanlagen (+8,6 Mio. Euro) und die akquisitionsbedingte Erhöhung der immateriellen Vermögenswerte (+4,7 Mio. Euro).

Deutliche Ergebnisverbesserung in 2019

Im Hinblick auf das laufende Jahr strebt GK Software eine „nicht unerhebliche“ Umsatzausweitung im Kerngeschäft GK/Retail an und will auf dieser Basis eine deutliche Ergebnisverbesserung erreichen. Unverändert gelassen wurde zudem die mittelfristige Prognose, den Umsatz bis 2020 gegenüber 2017 in etwa auf das Anderthalbfache und somit auf über 135 Mio. Euro zu steigern und dabei eine EBIT-Marge im Kerngeschäft von etwa 15 Prozent zu erwirtschaften. Wie schon bisher, stellt GK Software diese Prognose unter den Vorbehalt, dass die Kosten der Markterschließung oder Verzögerungen beim Abschluss von Verträgen bzw. von Projekten die Zielerreichung beeinträchtigen können.

Mehrere Änderungen

Dass diese Einschränkung alles andere als eine Floskel ist, hat das letzte Jahr nachdrücklich verdeutlicht. Insofern fühlen wir uns dadurch in unserer Vorgehens-

weise bestätigt, in unseren Schätzungen mit deutlichen Abschlägen gegenüber den Unternehmenszielen zu arbeiten. Im letzten Jahr haben sich diese Abschläge allerdings klar als nicht ausreichend erwiesen, weswegen unsere Ergebniserwartungen deutlich verfehlt wurden. Im Kern haben wir darauf aber bereits in unserem letzten Update in Reaktion auf die erste Indikation der letztjährigen Zahlen reagiert, weswegen sich der Anpassungsbedarf im vorliegenden Update in Grenzen hielt. Änderungen haben sich vor allem durch die Integration der letztjährigen Ist-Zahlen in das Modell sowie durch die Berücksichtigung der Auswirkungen der erstmaligen Anwendungen der neuen Rechnungslegungsvorschrift IFRS 16 ergeben, deren wichtigste GuV-Konsequenz eine Aufwandsverschiebung zwischen dem sonstigen betrieblichen Aufwand und den Abschreibungen ist. Wir haben aber auch darüber hinaus unsere Annahmen zu Investitionen, Abschreibungen und zu der Entwicklung des Working Capitals etwas modifiziert.

Wachstumsannahmen unverändert

Unverändert gelassen haben wir hingegen unsere Annahmen bezüglich der Umsatzwachstumsraten. Wir gehen somit für 2019 weiterhin von einer Umsatzausweitung um 12,5 Prozent aus und lassen das Expansionsstempo in den nächsten Jahren schrittweise auf 7 Prozent zurückgehen. In absoluten Zahlen rechnen wir somit für 2019 mit einem Umsatz von 119,4 Mio. Euro und zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums mit 213 Mio. Euro.

EBIT-Marge weitgehend unverändert

Ergebnisseitig erwarten wir für 2019 ein EBITDA von 17,1 Mio. Euro und ein EBIT von 10,4 Mio. Euro und gehen folglich von einer sehr deutlichen Ergebnisverbesserung aus. Basis dieser Erwartung ist die Annahme, dass die Produktivität in Nordamerika nun tatsächlich verbessert werden konnte und dass GK Software Lizenzeinnahmen mindestens auf Vorjahresniveau generieren kann. Auch haben wir unterstellt, dass der Kostenanstieg deutlich gebremst wird. Gegenüber unseren bisherigen Schätzungen (EBITDA: 16,1 Mio. Euro und EBIT: 10,2 Mio. Euro) ist das EBIT somit weitgehend unverändert geblieben, während sich das EBITDA um 1,0 Mio. Euro erhöht hat.

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	119,4	134,3	147,8	161,1	174,0	186,1	199,2	213,1
Umsatzwachstum		12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	8,7%	10,2%	11,5%	12,6%	13,1%	13,4%	13,5%	13,6%
EBIT	10,4	13,7	17,0	20,3	22,7	25,0	27,0	29,0
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,1	4,1	5,1	6,1	6,8	7,5	8,1	8,7
NOPAT	7,3	9,6	11,9	14,2	15,9	17,5	18,9	20,3
+ Abschreibungen & Amortisation	6,7	6,1	5,6	5,3	5,1	4,9	4,7	4,6
+ 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	14,0	15,7	17,5	19,5	21,0	22,4	23,6	25,0
- Zunahme Net Working Capital	2,6	-1,4	-1,6	-1,8	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8
- Investitionen AV	-3,6	-3,8	-4,0	-4,1	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
Free Cashflow	13,0	10,5	11,9	13,6	14,7	15,8	16,7	17,7

SMC Schätzmodell

Wie bisher, gehen wir davon aus, dass GK Software in den nächsten Jahren die Profitabilität schrittweise verbessern wird, bleiben aber für den gesamten Schätzzeitraum klar unter der unternehmenseigenen Zielmarke von 15 Prozent EBIT-Marge. Unser Zielwert zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums liegt bei 13,6 Prozent und damit weitgehend unverändert gegenüber unseren bisherigen Schätzungen. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2019 bis 2026 zeigt die Tabelle auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,8 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,0 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie: 5,4 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 35 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind un-

verändert geblieben. Wir arbeiten zur Risikoreduktion folglich 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: 121,50 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 187,7 Mio. Euro bzw. 97,20 Euro je Aktie. Zuzüglich der 25-prozentigen Übernahmeprämie, die wir seit dem SAP-Einstieg und seit der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, liegt unser Kursziel nun bei 121,50 Euro. Gegenüber unserer letzten Studie hat sich der faire Wert somit wieder etwas erhöht (113,00 Euro), was vor allem auf einen relativ starken Rollover-Effekt zurückzuführen ist. Gegenüber dem aktuellen Kurs signalisiert unsere Wertermittlung somit weiterhin ein hohes Kurspotenzial von mehr als 40 Prozent. Da die Gewinnentwicklung aufgrund der ausgeprägten Abhängigkeit von dem volatilen Lizenzgeschäft mit einer erhöhten Prognoseunsicherheit behaftet ist, halten wir die Risikoeinstufung unserer

Schätzungen mit vier von sechs möglichen Punkten weiter für gerechtfertigt.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,8 und 7,8 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 96,36 und 172,00 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,8%	172,00	157,51	146,03	136,70	128,98
6,3%	152,68	141,61	132,61	125,17	118,90
6,8%	137,35	128,68	121,50	115,45	110,29
7,3%	124,89	117,96	112,13	107,15	102,85
7,8%	114,56	108,93	104,13	99,98	96,36

Fazit

GK Software ist im letzten Geschäftsjahr erneut stark gewachsen und hat seine Marktstellung weiter ausgebaut. Mit Neukunden in Australien, Saudi-Arabien, Ägypten und vor allem in den USA sowie mit Systeminstallationen in Ländern wie Japan oder Singapur wurde die geographische Reichweite einmal mehr massiv vergrößert. Auch technologisch konnte GK Software wieder neue Ausrufezeichen setzen, wie etwa mit der Integration der KI-Funktionalitäten.

Allerdings hat es GK Software nicht geschafft, diese beeindruckende Dynamik wie geplant in eine adäquate Ergebnisentwicklung umzumünzen. Das Unternehmen begründet dies mit dem Zusammenwirken einer Reihe von Ursachen, doch im Kern handelt es sich um geplante und ungeplante Kosten der rasanten Expansion.

Um den angestrebten Ausbau des eigenen Marktanteils auch jenseits von Deutschland und Europa zu erreichen und sich damit eine starke Ertragsbasis für die nächsten Jahre und Jahrzehnte zu sichern, wird GK Software auch in 2019 und in den nächsten Jahren noch kräftig in den Aufbau der Organisation und in die Produktentwicklung investieren und wohl auch investieren müssen. Die zentrale Aufgabe ist es dabei,

die richtige Balance zu finden, um einerseits das Expansions- und Innovationstempo hochzuhalten und andererseits die Ertragskraft nicht zu stark zu belasten.

Diese anspruchsvolle Aufgabe ist im letzten Jahr im Hinblick auf das Ergebnis zwar unbefriedigend gelöst worden, doch das Unternehmen zeigt sich nun gewillt, den Fokus auf die Profitabilität zu stärken. Wir gehen deswegen davon aus, dass GK Software in diesem Jahr die Kostendynamik spürbar drosseln wird, was bei reibungsloseren Projektverlauf und bei einer in etwa planmäßigen Entwicklung der Lizenzeneinnahmen einen kräftigen Ergebnissprung zur Folge haben dürfte.

Aus unserem Schätzmodell, in dem wir von einer deutlichen Profitabilitätsverbesserung ausgehen, aber weit unterhalb der vom Unternehmen selbst angestrebten Margenniveaus bleiben, haben wir ein neues Kursziel von 121,50 Euro ermittelt. Dieses signalisiert für die Aktie ein hohes Kurspotenzial, weswegen wir unser Urteil „Buy“ trotz der letztjährigen Enttäuschung bestätigen. Zentrale Annahme dabei ist, dass es GK Software in Zukunft besser gelingt, ein Gleichgewicht zwischen den Zielen Wachstum und Profitabilität herzustellen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	56,8	64,3	62,0	60,4	59,2	58,4	57,9	57,5	57,4
1. Immat. VG	30,0	27,5	25,4	23,9	22,6	21,6	20,8	20,2	19,7
2. Sachanlagen	22,7	32,7	32,4	32,4	32,5	32,7	32,9	33,2	33,5
II. UV Summe	54,3	61,8	72,6	86,0	79,6	87,0	95,2	103,6	112,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	40,3	46,4	55,1	66,1	72,8	78,6	84,9	91,4	98,5
II. Rückstellungen	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	26,8	26,8	25,6	25,4	18,0	17,3	17,3	17,3	17,3
2. Kurzfristiges FK	41,3	49,9	50,7	51,5	44,4	45,7	46,9	48,2	49,4
BILANZSUMME	111,2	126,1	134,6	146,4	138,8	145,4	153,1	161,1	169,6

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	106,2	119,4	134,3	147,8	161,1	174,0	186,1	199,2	213,1
Gesamtleistung	106,2	119,4	134,3	147,8	161,1	174,0	186,1	199,2	213,1
Rohrertrag	98,4	111,1	124,9	137,4	149,8	161,8	173,1	185,2	198,2
EBITDA	6,8	17,1	19,8	22,6	25,6	27,8	29,8	31,7	33,7
EBIT	1,6	10,4	13,7	17,0	20,3	22,7	25,0	27,0	29,0
EBT	0,2	8,8	12,3	15,7	19,8	22,2	24,5	26,5	28,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,9	6,2	8,6	11,0	13,8	15,5	17,2	18,5	20,0
JÜ	0,9	6,2	8,6	11,0	13,8	15,5	17,2	18,5	20,0
EPS	0,49	3,20	4,47	5,70	7,17	8,05	8,89	9,60	10,36

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-5,7	15,5	13,3	15,0	17,3	18,5	19,8	20,8	21,9
CF aus Investition	-15,7	-3,6	-3,8	-4,0	-4,1	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
CF Finanzierung	-0,3	-0,1	-1,4	-0,6	-22,8	-10,4	-10,9	-12,0	-13,0
Liquidität Jahresanfa.	27,9	6,1	18,0	26,1	36,6	26,9	30,8	35,4	39,7
Liquidität Jahresende	6,1	18,0	26,1	36,6	26,9	30,8	35,4	39,7	44,2

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	17,4%	12,5%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Rohermargemarge	92,7%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%	93,0%
EBITDA-Marge	6,4%	14,3%	14,7%	15,3%	15,9%	16,0%	16,0%	15,9%	15,8%
EBIT-Marge	1,5%	8,7%	10,2%	11,5%	12,6%	13,1%	13,4%	13,5%	13,6%
EBT-Marge	0,2%	7,4%	9,2%	10,6%	12,3%	12,8%	13,2%	13,3%	13,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,9%	5,2%	6,4%	7,4%	8,6%	8,9%	9,2%	9,3%	9,4%

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 08.05.2019 um 10:00 Uhr fertiggestellt und am 08.05.2019 um 10:20 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
28.02.2019	Buy	113,00 Euro	1), 3), 4)
04.12.2018	Buy	131,00 Euro	1), 3), 4)
12.09.2018	Buy	141,50 Euro	1), 3), 4)
18.06.2018	Buy	144,50 Euro	1), 3), 4)
23.04.2018	Buy	143,50 Euro	1), 3)
11.12.2017	Buy	135,00 Euro	1), 3)
05.09.2017	Hold	127,50 Euro	1), 3)
08.06.2017	Hold	98,00 Euro	1), 3)
16.05.2017	Buy	97,00 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.