

10. Juni 2020
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Starkes erstes Quartal nährt Gewinnzuversicht

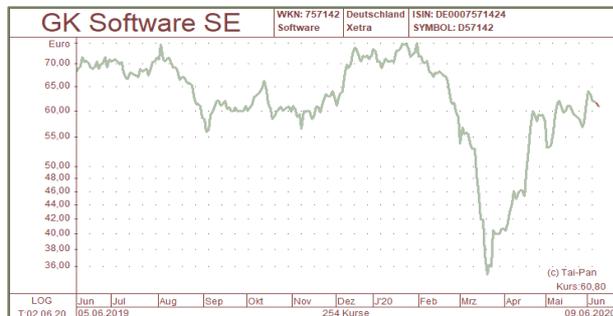
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 60,80 € | Kursziel: 90,00 € (zuvor: 83,20 €)

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

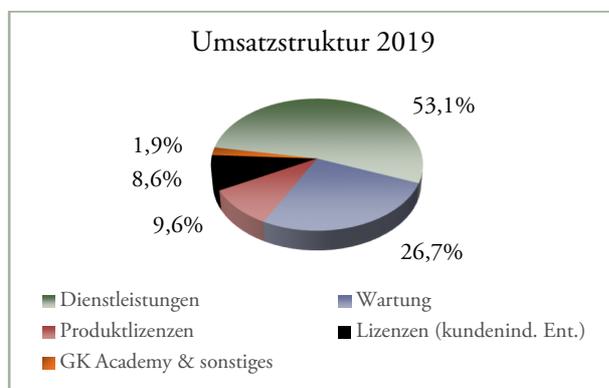
Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.122
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	60,80 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,04 Mio. Stück
Market-Cap:	123,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	147,9 Mio. Euro
Free Float:	ca. 44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	78,20 / 35,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	108,0 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat das letzte Jahr wie angekündigt mit einem Umsatzwachstum und mit einer spürbaren Verbesserung des EBIT und des Vorsteuerergebnisses abgeschlossen. Während dieser Erfolg teilweise periodenfremden Erträgen zu verdanken und damit etwas überzeichnet war, zeigen die Zahlen des ersten Quartals 2020 im vollen Umfang die operativen Effekte des im letzten Jahr eingeleiteten Effizienzsteigerungsprogramms. Bei einem Umsatzwachstum von 18 Prozent verbesserte GK Software das Quartals-EBIT um 3,9 Mio. Euro auf +1,1 Mio. Euro – und das, obwohl die margenstarken Lizenz Erlöse im Vorjahresvergleich niedriger ausgefallen sind. Auch wenn detaillierte Zahlen noch ausstehen, dürfte dafür die verbesserte Personalprofitabilität, die Achillesferse der letzten Jahre, die entscheidende Rolle gespielt haben. Auf dieser Basis traut sich GK Software zu, den positiven Margentrend im Gesamtjahr fortzusetzen, auch wenn das exakte Ausmaß im Wesentlichen davon abhängen wird, wie stark sich die COVID-19-Pandemie auf das Neugeschäft und damit auf die Entwicklung der Lizenz Erlöse auswirken wird. Diesbezüglich berichtet GK Software aktuell von spürbaren Verzögerungen, während das Bestandsgeschäft nach Unternehmensangaben weitgehend ungestört weiterläuft.

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	90,5	106,2	115,4	124,1	136,5	148,8
EBIT (Mio. Euro)	5,0	1,6	3,4	9,9	13,0	16,0
Jahresüberschuss	3,9	0,9	-3,1	7,2	8,1	10,7
EpS	2,05	0,49	-1,55	3,54	3,96	5,27
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,21	0,53
Umsatzwachstum	17,0%	17,4%	8,8%	7,5%	10,0%	9,0%
Gewinnwachstum	37,4%	-76,2%	-	-	11,8%	33,1%
KUV	1,37	1,17	1,07	1,00	0,91	0,83
KGV	31,9	133,9	-	17,2	15,4	11,5
KCF	8,1	-	-	8,7	8,4	7,4
EV / EBIT	29,6	92,7	43,1	14,9	11,3	9,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,9%

Umsatzwachstum fortgesetzt

GK Software hat sowohl im letzten Geschäftsjahr als auch im ersten Quartal 2020 das Umsatzwachstum fortgesetzt und das Ergebnis verbessert (zum ersten Quartal siehe weiter unten). 2019 wurde der Konzernumsatz um knapp 9 Prozent auf 115,4 Mio. Euro gesteigert, womit unsere letzte Schätzung (114,1 Mio. Euro) leicht übertroffen wurde. Das Wachstum im Kerngeschäft GK/Retail lag mit 11 Prozent auf 107,1 Mio. Euro sogar über dem Konzernwert, weil das kleinere Segment IT-Services in Folge des Verlustes des größten Kunden im zweiten Quartal 2018 und des anschließend beschlossenen schrittweisen Rückzugs aus dem Geschäft mit dem technischen Kundendienst um 14 Prozent auf 8,4 Mio. Euro geschrumpft ist. Damit entfallen inzwischen 93 Prozent der Konzern Erlöse auf das Kerngeschäft GK/Retail. Die letztjährige Wachstumsdynamik wird allerdings etwas dadurch überzeichnet, dass Leistungen im Umfang von 6,7 Mio. Euro, die bereits in den Vorperioden erbracht und bezahlt worden waren, nun umsatzwirksam geworden sind. Ohne diesen Effekt hätte sich das Wachstum des Konzernumsatzes auf 2,4 Prozent belaufen.



Quelle: Unternehmen

Produktlizenzen rückläufig

Etwas enttäuschend haben sich 2019 die Produktlizenzen entwickelt, die gegenüber dem – starken – Vorjahr um 36 Prozent auf 11,1 Mio. Euro zurückgegangen sind. GK Software konnte zwar sieben Neukunden für sein Kernprodukt gewinnen und drei Bestandskunden zum Wechsel auf die neue Version be-

wegen, doch fehlten diesmal die ganz großen Abschlüsse, die im Vorjahr für einen Rekordwert bei den Lizenzeinnahmen gesorgt hatten. Hohes Wachstum wurde aber bei den Lizenzerlösen auf kundenindividuelle Entwicklungen erzielt, die um 60 Prozent auf 10,0 Mio. Euro zugelegt haben. Bei diesen handelt es sich im ersten Schritt zwar um Dienstleistungen, doch erhöhen sie anschließend die Basis für wiederkehrende Wartungserlöse. Diese sind 2019 um knapp 10 Prozent auf 31,0 Mio. Euro gestiegen, wobei ein noch stärkerer Zuwachs durch einen Rückgang im Segment IT-Services (-14,5 Prozent) verhindert wurde. Das Gros der Umsätze entfiel einmal mehr auf Dienstleistungen, die um 16 Prozent auf 61,5 Mio. Euro zulegen und für 53 Prozent aller Einnahmen sorgten.

Geschäftszahlen	GJ 2018	GJ 2019	Änderung
Umsatz	106,15	115,45	+8,8%
Produktlizenzen	17,36	11,08	-36,2%
Lizenzen auf kundenindividuelle Entwicklung	6,22	9,95	+59,8%
Dienstleistungen	53,01	61,50	+16,0%
Wartung	28,21	30,95	+9,7%
EBITDA	6,83	12,26	+79,4%
EBITDA-Marge	6,4%	10,6%	
EBIT	1,60	3,43	+115,0%
EBIT-Marge	1,5%	3,0%	
Vorsteuerergebnis	0,17	1,23	+621,1%
Vorsteuermarge	0,2%	1,1%	
Nettoergebnis	0,93	-3,14	-
Netto-Marge	0,9%	-2,7%	
Free-Cashflow	-20,47	-3,81	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

EBITDA profitiert von Sondereffekten

Trotz der rückläufigen Produktlizenzen konnte das EBITDA um 79 Prozent auf 12,3 Mio. Euro erhöht werden, wofür allerdings zwei Sondereffekte verantwortlich waren. Neben der genannten Umsatzwirksamkeit von Leistungen aus Vorperioden war es die Erstanwendung von IFRS 16, in deren Folge das

EBITDA um Miet- und Leasingaufwendungen in Höhe von 3 Mio. Euro entlastet wurde. Bereinigt um diese zwei Effekte war das EBITDA rückläufig. Zurückzuführen ist dies jedoch auf die schwache Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr, während im vierten Quartal auch bereinigt eine deutliche Ergebnisverbesserung erreicht wurde.

EBIT mehr als verdoppelt

Mit Ausnahme des IFRS16-Effekts, der auf der Ebene des EBIT durch die höheren Abschreibungen weitgehend verschwindet, gilt das oben Ausgeführte auch für das Ergebnis vor Steuern und Zinsen wie auch für das EBT: Während sich diese Ergebniskennzahlen operativ aufgrund der Vorbelastungen aus dem ersten Halbjahr verschlechtert haben, sorgten die hohen Erlöse aus den Vorperioden bei den berichteten Werten für deutliche Zuwächse. Das EBIT erhöhte sich um 115 Prozent auf 3,4 Mio. Euro und das EBT um 621 Prozent auf 1,2 Mio. Euro. Auch ergebnisseitig haben sich die beiden Segmente entgegengesetzt entwickelt. Vor Konsolidierung wurde im Kerngeschäft eine EBIT-Verbesserung von 1,5 auf 4,4 Mio. Euro erzielt, während der operative Ergebnisbeitrag der Sparte IT-Services von +0,8 auf -1,1 Mio. Euro in die roten Zahlen gerutscht ist.

Steuerergebnis belastet

Trotz der Verbesserung des Konzern-EBT musste nach Steuern eine deutliche Ergebnisverschlechterung von +0,9 Mio. Euro im Vorjahr auf -3,1 Mio. Euro ausgewiesen werden, was das Unternehmen mit der Reduktion der latenten Steuern auf Verlustvorträge begründet, die ihrerseits durch die nun dreijährige Verlustperiode im Einzelabschluss der SE bedingt wurde. Sollte sich die Ergebnissituation wieder wie geplant verbessern, können die Verlustvorträge aber wieder aktiviert werden.

Wachsende Dynamik im ersten Quartal

Nach dem in Summe durchwachsenen Geschäftsjahr 2019 ist GK Software mit hoher Dynamik in die laufende Periode gestartet und hat den Konzernumsatz rein operativ um 18,2 Prozent auf 29,0 Mio. Euro gesteigert. Einmal mehr war das Kerngeschäft

GK/Retail, das separat betrachtet sogar um fast 31 Prozent zugelegt hat, der Wachstumstreiber, während sich im Segment IT-Services der im letzten Jahr beschlossene und eingeleitete schrittweise Rückzug in einem weiteren Umsatzrückgang um 37 Prozent auf nur noch 1,8 Mio. Euro bemerkbar machte. Auf diesem Niveau dürfte die Kontraktion aber nun zum Stehen kommen, weil die verbliebenen Kundenbeziehungen nicht aktiv beendet werden sollen.

Kräftiger Ergebnissprung in Q1

Auch ergebnisseitig wurde in dem kleineren Segment nach Unternehmensangaben nun ein stabiles Niveau erreicht, auf dem ein deutlich positives Segment-EBIT möglich sein soll. Dies dürfte einen Teil zu der kräftigen Ergebnisverbesserung beigetragen haben, die GK Software für die ersten drei Monate – rein operativ – erzielt hat. Das Vorsteuerergebnis und der Quartalsüberschuss wurden zwar noch nicht bekanntgegeben, doch das EBITDA und das EBIT drehten beide deutlich ins Plus: Während sich das EBITDA von -0,6 auf +3,3 Mio. Euro verbesserte, legte das EBIT um 3,9 Mio. Euro auf +1,1 Mio. Euro zu.

Geschäftszahlen	Q1 19	Q1 20	Änderung
Umsatz	24,56	29,02	+18,2%
EBITDA	-0,64	3,26	-
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>-2,6%</i>	<i>11,2%</i>	
EBIT	-2,81	1,06	-
<i>EBIT-Marge</i>	<i>-11,5%</i>	<i>3,7%</i>	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Kostenentlastungen wirken

Aufgeschlüsselte Daten zum ersten Quartal wurden noch nicht veröffentlicht, doch GK hat bereits mitgeteilt, dass die Lizenzerlöse der ersten drei Monate im Vergleich mit dem Vorjahr um 7,7 Prozent niedriger ausgefallen sind. Die Ergebnisverbesserung ist deswegen auf die verbesserte Effizienz im Dienstleistungsgeschäft zurückzuführen und damit ein Erfolg des im letzten Sommer beschlossenen Effizienzprogramms. Da ein Großteil der Maßnahmen auf den Personalbereich entfiel, dürfte hier auch der größte Einspareffekt erzielt worden sein. So lag die Zahl der Mitarbeiter am

Jahresende bei 1.168 und damit um 6,3 Prozent niedriger als noch zum Halbjahr 2019. Im ersten Quartal setzte sich der Rückgang um 3,9 Prozent auf 1.122 fort, so dass sich die Personalreduktion gegenüber dem ersten Quartal 2019 auf 8,3 Prozent summiert. Darüber hinaus gehen wir davon aus, dass infolge der Corona-Krise, die spätestens ab Mitte März zum Erliegen der Reiseaktivitäten geführt hat, auch die Reisekosten im ersten Quartal zurückgegangen sein dürften.

Liquidität erhöht

Die verbesserte Ergebnissituation dürfte sich positiv auf den Cashflow ausgewirkt haben. Auch diesbezüglich fehlen noch die genauen Angaben, doch GK weist auf die Erhöhung der liquiden Mittel (netto, saldiert mit Kontokorrentkrediten) um 1,8 Mio. Euro auf 4,1 Mio. Euro sowie auf eine Reduktion der Bankverbindlichkeiten um 6,8 Mio. Euro.

Umsatzwachstum und deutliche Ergebnisverbesserung angestrebt

Vor dem Hintergrund des starken ersten Quartals, der nach Unternehmensangaben in einem starken April seine Fortsetzung gefunden hat, war GK Software bis zur Zuspitzung der COVID-19-Krise nach eigenen Angaben auf einem guten Weg, die bisherige Mittelfristprognose, deren Zielperiode das laufende Jahr ist, zu erreichen. Diese sieht vor, den Umsatz 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. Um diese noch zu erreichen, müssten sich die aktuell spürbaren erheblichen Verzögerungen im Neugeschäft noch bis zum Jahresende auflösen. Denn aktuell berichtet GK Software von Beeinträchtigungen des Vertriebsprozesses als der spürbarsten Folge der Pandemie, die vor allem aus den Reise- und Kontaktbeschränkungen resultiert. Auch ist die Unsicherheit zumindest in Teilen des Einzelhandels erhöht, wobei gleichzeitig die Bedeutung der Omnichannel-Fähigkeiten und der Digitalisierung der Prozesse zunimmt und perspektivisch der Investitionsbereitschaft zuträglich sein dürfte. In der Abarbeitung der Aufträge hat GK Software hingegen bislang keine

größeren Einbußen hinnehmen müssen. Dank des raschen und nahezu kompletten Umstiegs auf Homeoffice und Remote-Delivery konnten die Kundenprojekte weitestgehend fortgeführt und die Auslastung auf einem hohen Niveau aufrechterhalten werden. Kurzarbeit ist aktuell kein Thema bei GK Software. Vor diesem Hintergrund zeigt sich das Management zuversichtlich, selbst bei einem schwächeren Neugeschäft dieses Jahr mit einem höheren Umsatz und einem deutlich verbesserten EBIT abschließen zu können. Auch diese abgeschwächte Prognose stellt der Vorstand unter den Vorbehalt, dass sich die Krise nicht weiter bzw. wieder verschärft.

Umsatzschätzung leicht reduziert

Wir hatten bisher für 2020 einen Umsatz von 128,4 Mio. Euro angenommen. Nachdem unsere Umsatzschätzung für 2019 nahezu punktgenau erreicht wurde und auch das erste Quartal eine hohe Dynamik gezeigt hat, halten wir diesen Wert ungeachtet der COVID-19-Pandemie weiter für erreichbar. Dennoch haben wir uns aus Vorsicht für einen etwas konservativeren Ansatz entschieden und kalkulieren nun mit einem Umsatz von 124,1 Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahr einer Steigerung von 7,5 Prozent entspräche. Da wir die Wachstumsraten für die Folgejahre unverändert gelassen haben, hat sich hierdurch der gesamte Umsatzpfad geringfügig nach unten verschoben. Der Zielumsatz zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums liegt nun bei 210,7 Mio. Euro.

EBIT-Marge unverändert

Unverändert geblieben ist die Schätzung der EBIT-Marge für 2020, für die wir weiterhin einen Anstieg von 3,0 Prozent im letzten Jahr auf 8,0 Prozent erwarten. Gegenüber dem ersten Quartal (3,7 Prozent) unterstellen wir somit noch eine deutliche Verbesserung im weiteren Jahresverlauf, was vor allem in der Erwartung höherer Lizenzerlöse im zweiten Halbjahr begründet liegt. Etwas reduziert hat sich hingegen die Zielmarge zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums. Hatten wir bisher für 2026 mit einer EBIT-Marge von 13,2 Prozent kalkuliert, beläuft sich die Schätzung für 2027 nun auf 13,1 Prozent. Die Abweichung hat sich aus der Integration der Abschlusswerte

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

SMC Schätzmodell

aus 2019 in das Schätzmodell ergeben, woraus insbesondere eine Anhebung der Abschreibungsreihe resultierte. Die Ziel-Marge für das Ergebnis vor Abschreibungen liegt mit 16,0 Prozent nun sogar etwas höher als zuletzt.

Ergebnisschätzung erhöht

Für 2020 ergibt sich aus der unveränderten EBIT-Marge und der leicht niedrigeren Umsatzschätzung eine moderat reduzierte EBIT-Schätzung von 9,9 Mio. Euro (bisher: 10,3 Mio. Euro). Auch der Anstieg des Vorsteuerergebnisses fällt mit 8,0 Mio. Euro nun etwas schwächer aus als zuletzt geschätzt (8,7 Mio. Euro), während wir das Nettoergebnis wegen der erneuten Aktivierung von Verlustvorträgen und der dadurch deutlich reduzierten Steuerbelastung nun auf 7,2 Mio. Euro und damit 1,1 Mio. Euro höher taxieren als zuvor. Je Aktie entspricht das einer Gewinnerwartung von 3,54 Euro. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 zeigt die Tabelle oben, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Diskontierungssatz minimal abgesenkt

Den aus den Schätzungen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als Reaktion auf die Marktentwicklung haben wir den unterstellten sicheren Zins per Anfang 2020 auf 1,0 Prozent abgesenkt (als langfristigen Durchschnittswert). Zugleich rechtfertigen die Rahmenbedingungen eine Erhöhung der Marktrisikoprämie auf einen überdurchschnittlichen Wert von 6,5 Prozent (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). Als Beta nehmen wir wie bisher einen Wert von 1,2. Bei einem unveränderten Ziel-FK-Anteil von 35 Prozent ergibt sich daraus ein neuer WACC-Satz von 6,7 Prozent (zuvor: 6,8 Prozent).

Prognoserisiko unverändert

Unverändert gelassen haben wir 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. Auch die Einstufung der Prognoseunsicherheit haben wir gleich gelassen und vergeben wegen der ausgeprägten Abhängigkeit der Gewinnentwicklung von den volatilen Lizenzerlösen vier von sechs möglichen Risikopunkten.

Kursziel: 90,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 183,3 Mio. Euro bzw. 89,98 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 90,00 Euro ableiten. Gegenüber dem aktuellen Kurs trauen wir der GK-Aktie somit ein hohes Kurspotenzial von fast 50 Prozent zu. Die Erhöhung des Kursziels trotz einer leichten Absenkung der Schätzungen ist dabei

der Reduktion des WACC-Satzes sowie dem Roll-over-Effekt auf das neue Basisjahr 2020 geschuldet.

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 66,00 und 138,71 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,7%	138,71	124,60	113,48	104,50	97,08
6,2%	120,01	109,28	100,62	93,46	87,46
6,7%	105,25	96,88	89,98	84,19	79,26
7,2%	93,28	86,62	81,03	76,28	72,18
7,7%	83,39	77,99	73,40	69,45	66,00

Fazit

Nachdem GK Software im letzten Jahr ankündigungsgemäß den Umsatz erneut gesteigert und eine Ergebnistrendwende vollzogen hat, ist auch der Start in die neue Finanzperiode geglückt. Mit einem Umsatzwachstum auf 29,0 Mio. Euro wurde der Vorjahreswert um 18 Prozent übertroffen, darüber hinaus wurde auf allen Ergebnisebenen die Rückkehr in die schwarzen Zahlen vollzogen. Anders als im Geschäftsjahr 2019, dessen EBIT von der nachträglicher Ertragswirksamkeit von Leistungen aus Vorperioden erheblich profitiert hatte, wurde die Ergebnisverbesserung im ersten Quartal ausschließlich operativ erzielt – trotz der im Vorjahresvergleich niedrigeren Lizenz Erlöse.

Damit scheint GK Software die Profitabilitätsprobleme, welche die Vorjahre belastet haben, nun immer besser in den Griff zu bekommen. Zusammen

mit der bisher zu beobachtenden starken Resistenz des Bestandsgeschäft gegen die Verwerfungen der COVID-19-Pandemie lässt das auch für 2020 auf verbesserte Umsatz- und vor allem Ergebniszahlen hoffen. Wie stark die Zuwächse ausfallen werden, hängt davon ab, ob sich das Neugeschäft, für das GK Software im Unterschied zum Dienstleistungsgeschäft von Corona-bedingten Verzögerungen berichtet, in der zweiten Jahreshälfte wiederbelebt.

Wir haben diesbezüglich einen vorsichtigen Ansatz gewählt und unsere Schätzungen für 2020 leicht modifiziert, gehen aber dennoch davon aus, dass GK Software dieses Jahr sowohl den Umsatz als auch die Margen erhöhen wird. Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert nun bei 90,00 Euro je Aktie und bestätigen das Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	60,6	57,3	55,0	53,3	52,2	51,4	50,8	50,5	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	31,4	30,9	30,6	30,5	30,4	30,5	30,6	30,7
II. UV Summe	53,6	60,8	69,2	64,9	76,6	89,8	103,3	117,2	131,6
PASSIVA									
I. Eigenkapital	42,3	49,5	57,6	67,9	79,6	92,3	105,5	119,3	133,5
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	28,7	28,2	7,6	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
2. Kurzfristiges FK	37,8	35,1	32,9	36,7	35,5	34,6	33,7	32,9	32,2
BILANZSUMME	114,2	118,1	124,2	118,2	128,8	141,1	154,1	167,7	181,9

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	115,4	124,1	136,5	148,8	160,7	172,0	184,0	196,9	210,7
Gesamtleistung	115,4	124,1	136,5	148,8	160,7	172,0	184,0	196,9	210,7
Rohertrag	109,2	117,3	129,0	140,6	151,9	162,5	173,9	186,0	199,1
EBITDA	12,3	18,5	20,8	23,2	25,7	27,7	29,6	31,6	33,8
EBIT	3,4	9,9	13,0	16,0	18,8	21,2	23,2	25,3	27,6
EBT	1,2	8,0	11,4	15,1	18,1	20,6	22,8	25,1	27,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,1	7,2	8,1	10,7	12,8	14,6	16,1	17,8	19,5
JÜ	-3,1	7,2	8,1	10,7	12,8	14,6	16,1	17,8	19,5
EPS	-1,55	3,54	3,96	5,27	6,30	7,16	7,93	8,73	9,60

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	14,3	14,8	16,7	18,2	19,5	20,6	21,9	23,3
CF aus Investition	-3,6	-3,8	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
CF Finanzierung	-0,1	-6,4	-5,2	-19,9	-5,5	-5,5	-6,4	-7,5	-8,7
Liquidität Jahresanfa.	6,1	2,3	6,4	12,1	4,8	13,3	23,0	32,9	42,8
Liquidität Jahresende	2,3	6,4	12,1	4,8	13,3	23,0	32,9	42,8	53,0

Kennzahlen

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

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

1) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)
- 6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie
- 7) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 10.06.2019 um 11:50 Uhr fertiggestellt und am 10.06.2019 um 12:00 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
04.12.2019	Buy	83,20 Euro	1), 3), 4)
09.09.2019	Buy	105,00 Euro	1), 3), 4)
09.08.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
07.06.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
08.05.2019	Buy	121,50 Euro	1), 3)
28.02.2019	Buy	113,00 Euro	1), 3), 4)
04.12.2018	Buy	131,00 Euro	1), 3), 4)
12.09.2018	Buy	141,50 Euro	1), 3), 4)
18.06.2018	Buy	144,50 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie, drei Updates und ein Research-Comment

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.