

Empfehlung: Kaufen (zuvor: Halten)**Kursziel:** 150,00 Euro (zuvor: 116,00 Euro)**Kurspotenzial:** +20 Prozent**Aktiendaten**

Kurs (Schlusskurs Vortag)	124,50 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	2,25
Marktkap. (in Mio. Euro)	279,6
Enterprise Value (in Mio. Euro)	288,4
Ticker	GKS
ISIN	DE0007571424

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	124,50
52 Wochen-Tief (in Euro)	52,80
3 M relativ zum CDAX	+0,1%
6 M relativ zum CDAX	+61,3%



Quelle: Capital IQ

Aktionärsstruktur

Streubesitz	46,0%
Rainer Gläß	24,1%
Stephan Kronmüller	18,4%
Wilhelm K.T. Zours	5,7%
Scherzer & Co. AG	3,0%
Universal-Investment	2,8%

Termine

Zwischenmitteilung Q1	27. Mai 2021
HV	17. Juni 2021

Prognoseanpassung

	2021e	2022e	2023e
Umsatz (alt)	134,0	150,1	165,1
Δ in %	-4,4%	-0,9%	2,7%
EBIT (alt)	15,3	18,4	23,2
Δ in %	-10,7%	5,1%	9,5%
EPS (alt)	4,50	5,56	7,19
Δ in %	-14,9%	0,7%	4,3%

Analyst

Sebastian Weidhüner
+49 40 41111 37 82
s.weidhuener@montega.de

Publikation

Comment 29. April 2021

EBITDA aus 2020 leicht über den vorläufigen Zahlen – Neue Mittelfristziele unterstreichen Wachstumsperspektiven

GK Software hat gestern den Geschäftsbericht 2020 publiziert und das Ergebnis der vorläufigen Zahlen leicht übertroffen. Darüber hinaus wurden Mittelfristziele veröffentlicht, die unsere positive Sicht auf das Unternehmen bestärken. Zudem haben wir die Ende März abgeschlossene Kapitalerhöhung nun in unserem Bewertungsmodell berücksichtigt.

Moderater Umsatzanstieg, deutlicher Profitabilitätsprung: Der Umsatz stieg wie zuvor gemeldet lediglich um 1,8% yoy auf 117,6 Mio. Euro, was v.a. aus einer stärkeren Verlagerung von On-Premises- auf SaaS-Umsätze bei anhaltenden Vertriebs-einschränkungen herrührt. Das EBITDA überstieg den vorläufigen Wert aufgrund laut Unternehmen revidierter Abgrenzungen um 0,6 Mio. Euro (19,1 Mio. Euro; +55,7% yoy). Der Jahresüberschuss lag bei 6,2 Mio. Euro (Nettomarge: 5,3%; +800 BP yoy), womit der Softwareanbieter auf der Bottom-Line in die Gewinnzone zurückkehrte. Insbesondere rückläufige Personalaufwendungen (Δ -2,5 Mio. Euro yoy), stark gesunkene sonstige betriebliche Kostenpositionen (Δ -4,1 Mio. Euro yoy) und ein geringerer Steueraufwand (Δ -1,6 Mio. yoy) trugen zu dieser Entwicklung bei.

Zweistellige Wachstumsraten ab 2022 visibel: Mit den Jahreszahlen veröffentlichte GK neue Mittelfristziele und stellt dabei bis zum Ende des Geschäftsjahres 2023 ein Umsatzniveau im Korridor von 160 bis 175 Mio. Euro (MONE: 169,5 Mio. Euro) in Aussicht. Dabei wurden ausschließlich die aktuell dem Markt angebotenen Lösungen und Produkte einbezogen, womit weitere Wachstumspotenziale, wie z.B. aus der Markteinführung von GK SPOT, aus der Erschließung neuer Regionen oder durch eine aktive Marktkonsolidierung unberücksichtigt blieben. Der Ausblick auf das laufende Geschäftsjahr erscheint hingegen verhältnismäßig zurückhaltend. So erwartet der Softwareanbieter angesichts anhaltender Lockdowns, die z.T. mit Investitionszurückhaltungen einhergehen und v.a. im Bereich des Neugeschäftes zu spüren sind, nur einen leichten Erlösanstieg, ohne die Zielgröße zu konkretisieren. Ferner führt eine stärkere SaaS-Durchdringung ggf. zu einer weiteren Umsatzverschiebung. Die in der Mittelfristguidance implizierte Umsatz CAGR 2020-2023e von 10,8 bis 14,2% deutet dementsprechend auf Nachholeffekte in den Folgejahren hin. GK lässt zudem die Zielgröße für die EBIT-Marge i.H.v. 15% unverändert, wenngleich laut Unternehmen vom Erreichen dieses Wertes aufgrund der genannten Aspekte erst nach dem laufenden Geschäftsjahr auszugehen ist.

Prognosen überarbeitet: Unter Berücksichtigung der Deutschen Fiskal, für die wir in 2021 erstmals Umsätze von rund 7 Mio. Euro erwarten, gehen wir für das laufende Jahr von einem Erlösanstieg auf nun 128,1 Mio. Euro (+9,0% yoy) aus, was ein Wachstum von +3,0% yoy im bereits bestehenden Geschäft impliziert. Vor dem Hintergrund einer avisierten Ausweitung von Vertriebspartnerschaften über das bestehende Netzwerk (SAP und Microsoft) hinaus, einem steigenden Anteil wiederkehrender und wiederholender Umsätze (2020: +7 PP yoy) sowie der fortschreitenden Entwicklung neuer Lösungen wie z.B. GK SPOT haben wir unsere Prognose für die Umsatzentwicklung in den Folgejahren erhöht (Umsatz CAGR 2021-2026e: 11,7%; zuvor: 8,1%).

weiter auf der nächsten Seite →

Geschäftsjahresende: 31.12.	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	115,4	117,6	128,1	148,6	169,5
Veränderung yoy	8,8%	1,8%	9,0%	16,0%	14,0%
EBITDA	12,3	19,1	21,9	27,5	33,4
EBIT	3,4	10,5	13,6	19,3	25,4
Jahresüberschuss	-3,1	6,2	8,6	12,6	16,8
Rohertagsmarge	94,6%	92,7%	92,0%	92,0%	91,9%
EBITDA-Marge	10,6%	16,2%	17,1%	18,5%	19,7%
EBIT-Marge	3,0%	9,0%	10,6%	13,0%	15,0%
Net Debt	37,5	26,5	-2,2	-14,3	-30,4
Net Debt/EBITDA	3,1	1,4	-0,1	-0,5	-0,9
ROCE	4,7%	13,6%	18,3%	26,1%	34,1%
EPS	-1,60	3,04	3,83	5,60	7,50
FCF je Aktie	-1,97	7,37	4,57	5,38	7,19
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	2,5	2,5	2,3	1,9	1,7
EV/EBITDA	23,5	15,1	13,2	10,5	8,6
EV/EBIT	84,1	27,4	21,2	14,9	11,4
KGV	n.m.	41,0	32,5	22,2	16,6
KBV	6,8	5,8	3,7	3,2	2,7

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 124,50

Darüber hinaus scheinen sich die eingeleiteten Kostensenkungsmaßnahmen noch nachhaltiger als erwartet zu materialisieren, sodass zukünftig z.B. ein erheblicher Anteil des Kundenservices weiterhin Remote erledigt werden soll, wodurch ein starker Anstieg der Reisekosten (Δ 2020: -3,0 Mio. Euro yoy) auch in den Folgejahren ausbleiben sollte. Weitere Profitabilitätswachse werden u.E. mit einer rückläufigen Personalaufwandsquote (MONe: 60,7% in 2023 vs. 64,3% in 2020) einhergehen. So erwartet das Management im Rahmen der Mittelfristguidance eine leicht unterproportionale Zunahme der Mitarbeiterzahl (vs. 2020 +25 bis 30%), wodurch sich der Umsatz je Mitarbeiter u.E. von 100,9 Tsd. Euro in 2020 auf 117,3 Tsd. Euro in 2023 erhöht. Auf Grundlage unserer Prognosen erreicht GK Software die 15%-ige EBIT-Marge somit nun im Geschäftsjahr 2023 – anschließend gehen wir von einer Verstärkung der Profitabilität aus.

Kapitalerhöhung zur Realisierung weiterer Wachstumspotenziale: Ende März hat GK im Rahmen einer Kapitalerhöhung 180.000 neue Aktien (8,8% des vorherigen Grundkapitals) zu einem Preis von je 105,75 Euro unter Ausschluss des Bezugsrechts bei institutionellen Investoren platziert. Der Bruttoemissionserlös von rund 19 Mio. Euro soll vorrangig in die Entwicklung der cloudbasierten Big Data-Lösung GK SPOT fließen, wobei wir ein mittleres siebenstelliges Investitionsvolumen erwarten. Die rein als SaaS-Angebot konzipierte Lösung soll Einzelhändlern auf Basis transaktionsbasierter Daten sichere Vorhersagen liefern, um die Geschäftsprozesse effizienter zu steuern und in der Kundenkommunikation zielgerichteter zu agieren. Das Unternehmen hält auf Basis der betriebenen Marktanalyse nach erfolgreicher Markteinführung ab 2023 perspektivisch jährliche Umsätze von 25 bis 35 Mio. Euro für möglich. Zudem steht auch die weitere Internationalisierung auf der Agenda GKs. Unserer Ansicht nach erscheint eine anorganisch beschleunigte Marktdurchdringung in Südostasien sinnvoll, da die Gesellschaft in dieser Region (noch) vergleichsweise unterrepräsentiert ist. Zusätzlich hat der CEO Rainer Gläß im Rahmen der Kapitalerhöhung ein Aktienpaket i.H.v. 60.000 Stücken abgegeben, wodurch sich der Streubesitz insgesamt auf 46,0% (+10,0 PP) erhöht hat.

Fazit: Nach ergebnisseitig starken Zahlen für das Geschäftsjahr 2020 sind die Veröffentlichung der Mittelfristziele sowie die erfolgte Kapitalerhöhung in unseren Augen deutliche Signale an den Kapitalmarkt, welchen Wachstumschancen sich das Unternehmen gegenüberstellt. Infolge unserer Prognoseanpassung sowie nach Berücksichtigung der KE erhöht sich unser Kursziel auf 150,00 Euro (zuvor: 116,00 Euro). Geschickte Akquisitionen sowie ein nachhaltiges Umsatzniveau in zweistelliger Millionenhöhe der in der Entwicklung befindlichen Lösung GK SPOT würden weiteres Upside-Potenzial bieten. Wir stufen die Aktie infolgedessen auf „Kaufen“ hoch.

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die 1990 gegründete GK Software SE tritt als führender Softwarepartner für den Einzelhandel in Erscheinung. Mit den angebotenen modularen Softwarelösungen sowie Programmier- und Wartungsdienstleistungen fokussiert sich das Unternehmen insbesondere auf große und verteilte Filialnetze. Dazu bedient die Gesellschaft bereits eine installierte Basis von ca. 346.000 Systemen (Kassen, mobile Geräte, Server) in 63 Ländern bei rund 300 Kunden unterschiedlicher Größe. Laut diversen Studien belegt GK Software einen führenden Platz unter den Software-Anbietern mit einem Fokus auf Point of Sale (POS) Systemen. Zu den Kunden gehören elf der 50 größten Einzelhändler weltweit. Dabei sind GKs Handelslösungen grundsätzlich branchen- und geräteunabhängig nutzbar. Sie eignen sich u.a. für die Bereiche Lebensmittel-Einzelhandel, Luxury, Pharmacy, Consumer Electronics, Fashion & Department Stores, Discount- und Facheinzelhandel, DIY, Tankstellen & Convenience sowie Hospitality. Das Unternehmen beschäftigt 1.162 Mitarbeiter und erzielte im Jahr 2020 Umsatzerlöse von 117,6 Mio. Euro.

Organisationsstruktur der GK Software SE

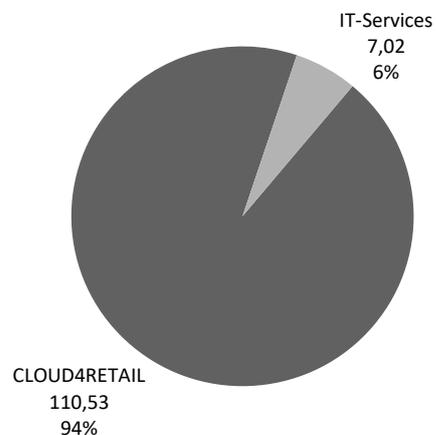


Quelle: Unternehmen, Montega

Segmentbetrachtung

Die GK Software SE klassifiziert seine Geschäftstätigkeit in zwei Segmente:

Umsätze nach Geschäftsbereichen 2020
(in Mio. Euro; in % vom Gesamtumsatz)



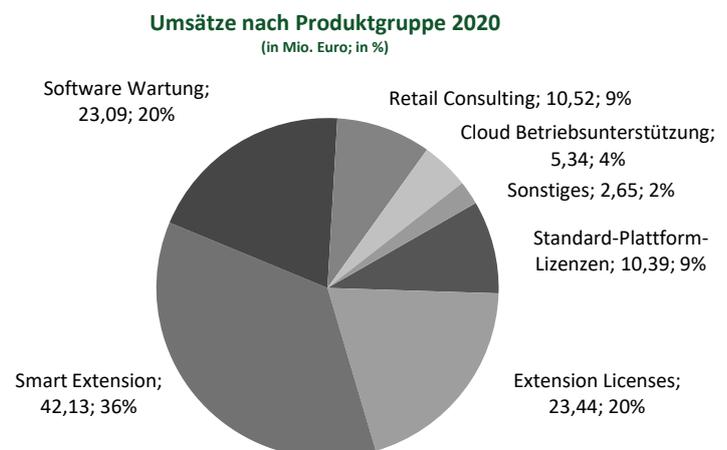
Quelle: Unternehmen

Das Wachstum wird dabei vom Kerngeschäftsfeld CLOUD4RETAIL (94% vom Konzernumsatz; 88% des Konzern-EBITs) getragen. Die relative Bedeutung der beiden Segmente hat sich in den letzten Jahren immer weiter verschoben. Im Geschäftsjahr 2015 wies das Segment IT-Services noch einen Umsatzbeitrag von knapp 20% auf. Die Entwicklung resultiert u.a. aus der Entscheidung, dass der darin enthaltene Bereich Hardware-Services nicht mehr aktiv betrieben werden soll. Der restliche Umsatz wird in diesem Segment mit der Softwarelösung Eurosuite für kleine und mittlere Einzelhändler erwirtschaftet, die auch SAP unabhängige Produkte und insbesondere Lösungen für kleinere Einzelhändler abbilden kann. Im Kernsegment CLOUD4RETAIL sind alle weiteren Umsätze mit Einzelhändlern, die insbesondere mehr als 1.000 Systeme betreiben, gebündelt.

Neben der Segmententeilung lassen sich GK Softwares Umsätze in verschiedene Kategorien gliedern. Die Intention liegt darin, v.a. den hohen Dienstleistungsanteil an den Umsätzen weiter aufzugliedern und hervorzuheben, welche Erlöse einen wiederkehrenden Charakter aufweisen. So trägt GK Software auch dem Plattformgedanken Rechnung, der sich in den letzten Jahren aufgrund der technischen Umstellung der angebotenen Lösungen auf eine in der Cloud heimische Plattform intensiviert hat.

Zu den vertraglich vereinbarten **wiederkehrenden** Umsätzen (Anteil: 21,9%) gehören sowohl die Wartungserlöse als auch die im Rahmen von Subskriptionen oder SaaS-Angeboten gewährten Software-Nutzungsrechte. Letztere sind wiederum in den Standard-Plattform-Lizenzen enthalten und lagen in 2020 bei 2,7 Mio. Euro. Die Erlöse aus Softwarewartungsverträgen werden standardmäßig bei einer Lizenzvereinbarung abgeschlossen. Sie liegen u.E. jährlich zwischen 17 und 21% der Initiallizenzenerlöse und umfassen Umsätze aus der permanenten Verbesserung der Standardsoftwareprodukte hinsichtlich Leistung, Funktionalität und Sicherheit. Zusätzlich ergeben sich aus GKs Geschäftsmodell **wiederholende** Umsätze (Anteil: 60,3%), die zwar keine Vertragsgrundlage beinhalten, erfahrungsgemäß aber in großer Konstanz wiederkehrend sind, da Kunden nach einem abgeschlossenen Initialprojekt regelmäßige Erweiterungen bei GK beauftragen. Dazu gehören sowohl die Smart Extensions (kleinere Erweiterungsmodule) als auch die Extension Licenses (große Produkterweiterungen). Der wichtigste Unterschied zwischen den beiden Erlösarten liegt darin, dass Letztere der vertraglichen Wartungspflicht unterliegen und somit in den Folgejahren Wartungserlöse einbringen. Auch die Betriebsunterstützung in der Cloud wird dieser Kategorie zugeordnet.

In 2020 stellt sich die Umsatzverteilung folgendermaßen dar:



Quelle: Unternehmen

Produkte und Dienstleistungen

Die **CLOUD4RETAIL-Plattform** fasst das Lösungsangebot der GK Software zusammen und steht im Zentrum des Geschäftsmodells. Sie ist als Full-Service-Plattform vollständig in der Cloud verfügbar und modular aufgebaut. Aufgrund ihrer Architektur ist sie branchen- und geräteunabhängig einsetzbar und weist eine 100% Java, Release- und SOA-Fähigkeit auf. Identische Entwicklungsparadigmen und ein übergreifendes Framework begünstigen die Mehrfachnutzung von Softwarebausteinen und eine schnelle Ressourcenverschiebung zwischen den auf der Plattform aufgesetzten Modulen. Auf der CLOUD4RETAIL-Plattform basieren drei wesentliche Bausteine:

- **GK/Retail:** Die Bestandteile der Lösungswelt sind sowohl als zentraler Service als auch über Netzwerkgrenzen hinweg einsetzbar und umfassen verschiedene Komponenten wie z.B. das Omnichannel-Lösungspaket OmniPOS. Außerdem gehören gerätespezifische oder auf bestimmte Funktionalitäten ausgerichtete Komponenten wie z.B. OmniScale, Label&Poster Print sowie die Tankstellenlösung GK Drive zu GK/Retail.
- **Mobile Consumer Cloud:** In diesem Baustein werden sämtliche Lösungen für mobile Einsatzszenarien gebündelt. Das Leistungsportfolio umfasst u.a. Angebote in den Bereichen Self-Scanning sowie Click and Collect. Die Mobile Consumer Cloud ist auf einem Framework-Ansatz konzipiert, wodurch Einzelhändler ausgewählte Komponenten auch in ihre bestehenden Apps integrieren können.
- **Power-Apps:** Die Power Apps basieren auf der gleichen technologischen Basis wie die vorangegangenen Bausteine, sind jedoch vollkommen unabhängig von ihnen einsetzbar und jeweils auf spezifische Themengebiete des Handels ausgerichtet. Die bedeutendsten Lösungen sind derzeit den Bereichen Deutsche Fiskal und AIR (Artificial Intelligence for Retail) zugeordnet. Während die Deutsche Fiskal sich der Manipulationssicherheit von Kassensystemen widmet, adressieren die auf Künstlicher Intelligenz basierenden Services und Module spezifische Prozesse wie z.B. Dynamic Pricing, Fraud Detection sowie personalisierte Kundenangebote.

SAP vertreibt im Rahmen eines Resellervertrags nahezu das gesamte Portfolio der CLOUD4RETAIL-Plattform in identischer Ausprägung unter eigenem Produktnamen.

Akquisitionshistorie

Seit 2012 hat GK Software vier Akquisitionen getätigt, um insbesondere die bestehenden Lösungen zu erweitern und das US-Geschäft auszubauen.

Akquisition	Datum	Kaufpreis	Anteil
AWEK GmbH	10.12.2012	3 Mio. Euro*	100,00%
Die AWEK-Gruppe war der größte unabhängige Anbieter von 1st- und 2nd-Level-Supportservices und flächendeckenden Fieldservices für den deutschen Einzelhandel. Die Akquisition stellt eine Erweiterung des Produktportfolios um Wartung für Fremdsoftware sowie von Hardware unterschiedlicher Hersteller sowie Rollout-Services und Staging (Erstbetankung von Systemen) dar. Zudem verkaufte AWEK Kassensoftware für kleine und mittlere Einzelhändler.			
DBS Inc.	18.03.2015	18,9 Mio. Euro*	100,00%
Erwerb des „Retail“-Segments der amerikanischen DBS Data Business Systems Inc. im Rahmen des Aufbaus eines US-Geschäftszweiges. Mit der Übernahme hat sich GK einen Kundenstamm in den USA und Expertise in den Bereichen bargeldloser Zahlungen, Customer Engagement und Loyalty eingekauft. Umsatz- und EBITDA der Division sollen lt. Unternehmen vor der Akquisition 6,4 Mio. bzw. 2,6 Mio. US-Dollar betragen haben.			

prudsys AG **01.11.2017** **4,5 Mio. Euro** **80,10%**

Die prudsys AG ist ein Anbieter im Bereich Künstliche Intelligenz (KI). Mit der Übernahme eines Mehrheitsanteils an dem Spin-off der Technischen Universität Chemnitz avisiert GK den Eintritt in Personalisierungs- und Dynamic-Pricing-Lösungen für den Einzelhandel, womit z.B. Preis-Absatz-Funktionen und Preiselastizitäten in Echtzeit berechenbar und optimierbar werden. Nach Unternehmensangaben erzielte die Gesellschaft 2017 Umsätze von 3,8 Mio. Euro sowie einen Gewinn von 0,3 Mio. Euro.

Valuephone GmbH **07.06.2018** **4,2 Mio. Euro*** **100,00%**

Valuephone entwickelt seit 2006 Lösungen zur mobilen Kundenansprache, die auch von SAP unter dem Namen „Mobile Consumer Assistant by GK“ vertrieben werden. Ziel der Akquisition war der Einkauf von Technologie, wozu insbesondere die betriebene Plattform zur individuellen Kundenbindung zählt, die Einzelhändlern permanentes mobiles Marketing und vielfältige digitale Dienste ermöglicht (u.a. Einkaufs-Apps, Promotions, Mobile Couponing, Mobile Payment und Bonus-Programme). Im Jahr 2017 erzielte die Gesellschaft mit rund 35 Mitarbeitern Umsatzerlöse i.H.v. 2,2 Mio. Euro.

Quelle: Unternehmen, *MONE

Management

Das operative Geschäft wird derzeit von ressort-spezifischen Direktoren geleitet. Im Vorstand sind der Unternehmensmitgründer Rainer Gläß (CEO) sowie André Hergert (CFO) tätig.



Rainer Gläß gründete 1990 mit Stephan Kronmüller die G&K Datensysteme. Zuvor schloss er sein Studium der Informationstechnologie als Diplomingenieur ab und war mehrere Jahre als Anwendungsprogrammierer und Projektleiter in verschiedenen Branchen der Softwareentwicklung tätig.



André Hergert ist seit 2008 Vorstandsmitglied der GK Software SE. Auf sein Studium der Betriebswirtschaft und Politikwissenschaft folgten Tätigkeiten als Accounting Manager und Director Finance in verschiedenen Unternehmen der IT- und Finanzbranche. Zudem weist Herr Hergert eine rund zweijährige Tätigkeit als Partner einer Unternehmensberatung mit dem Fokus M&A Consulting, Strategieberatung und Entwicklung des internen und externen Berichtswesens auf.



Harald Göbel ist seit 2013 bei der GK Software SE tätig und verantwortet seit 2015 als Senior Vice President den Bereich Customer Solutions & Services. Aufgrund führender Positionen bei großen und internationalen Unternehmen, in dessen Rahmen er u.a. die Umsetzung von bedeutenden IT-Projekten bei großen Einzelhandelsunternehmen leitete, verfügt Herr Göbel über eine 35-jährige Retail- und IT-Expertise.



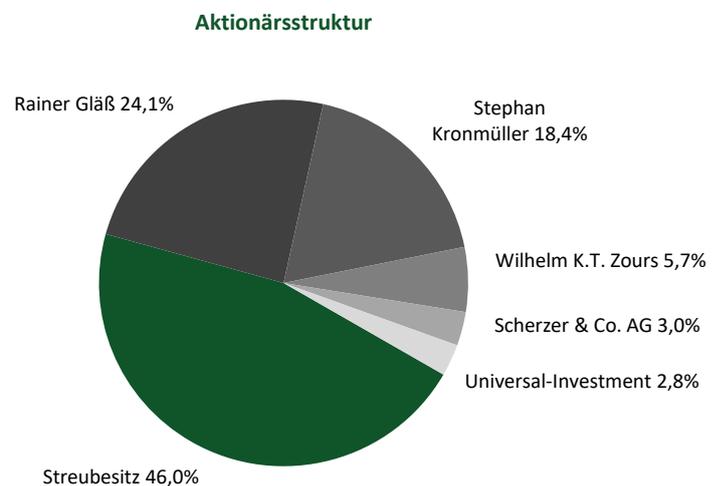
Michael Jaszczyk übernahm Ende 2010 zunächst die Geschäftsleitung des Bereiches Open Scale und wurde im November 2011 zum CTO der GK Software SE bestellt. Zuvor war er im Bereich der Softwareentwicklung sowie als verantwortlicher Manager internationaler IT-Unternehmen tätig.



Michael Scheibner ist seit 2009 für das Partnermanagement, die Entwicklung strategischer Themen sowie den Aufbau und die Konsolidierung von GK Software Afrika zuständig. Durch Positionen bei international führenden Unternehmen verfügt Herr Scheibner über 15 Jahre Erfahrung in der IT-Branche.

Aktionärsstruktur

Die GK Software SE hat 2.245.925 auf den Inhaber lautende Aktien ausgegeben. Die Aktionärsstruktur ist im Wesentlichen von den Anteilen der beiden Gründer Rainer Gläß (CEO) und Stephan Kronmüller geprägt, die zusammen rund 42,5% der Aktien halten. Zusätzlich entfallen auf Wilhelm K.T. Zours (5,7%), die Scherzer & Co. AG (3,0%) und die Universal-Investment-Gesellschaft mbH (2,8%) meldepflichtige Anteilsbesitze. Die restlichen 46,0% befinden sich im Streubesitz.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	Terminal Value
Umsatz	128,1	148,6	169,5	186,4	204,1	222,5	241,4	247,4
Veränderung	9,0%	16,0%	14,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	2,5%
EBIT	13,6	19,3	25,4	28,0	30,6	33,4	36,2	34,6
EBIT-Marge	10,6%	13,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	14,0%
NOPAT	9,5	13,5	17,8	19,6	21,4	23,4	25,3	24,2
Abschreibungen	8,3	8,2	8,0	8,0	7,9	7,7	7,6	7,4
in % vom Umsatz	6,5%	5,5%	4,7%	4,3%	3,9%	3,5%	3,1%	3,0%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-1,8	-3,9	-3,9	-3,6	-3,3	-3,7	-3,8	-0,2
- Investitionen	-4,8	-4,8	-4,8	-4,8	-5,0	-5,2	-5,3	-7,4
Investitionsquote	3,7%	3,2%	2,8%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%	3,0%
Übriges	0,0							
Free Cash Flow (WACC-Modell)	11,2	13,0	17,1	19,2	21,2	22,4	24,1	24,2
WACC	8,0%							
Present Value	10,8	11,6	14,1	14,7	15,0	14,7	14,6	248,7
Kumuliert	10,8	22,4	36,5	51,1	66,2	80,9	95,5	344,2

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	344,2
Terminal Value	248,7
Anteil vom Tpv-Wert	72%
Verbindlichkeiten	36,7
Liquide Mittel	27,9
Eigenkapitalwert	335,4

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2021-2024	13,3%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2021-2027	11,1%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2028	2,5%
EBIT-Marge	2021-2024	13,4%
EBIT-Marge	2021-2027	14,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2028	14,0%

Aktienzahl (Mio.)	2,25
Wert je Aktie (Euro)	149,34
+Upside / -Downside	20%
Aktienkurs (Euro)	124,50
Modellparameter	
Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	ewiges Wachstum				
	WACC	1,75%	2,25%	2,50%	2,75%
8,47%	124,96	131,96	135,89	140,18	149,97
8,22%	130,26	137,96	142,32	147,08	158,02
7,97%	135,99	144,50	149,34	154,64	166,94
7,72%	142,21	151,65	157,05	162,98	176,85
7,47%	148,99	159,49	165,54	172,22	187,96

Sensitivität Wert je Aktie (Euro)	EBIT-Marge ab 2028e				
	WACC	13,50%	13,75%	14,00%	14,25%
8,47%	132,38	134,14	135,89	137,65	139,40
8,22%	138,59	140,46	142,32	144,18	146,05
7,97%	145,38	147,36	149,34	151,32	153,31
7,72%	152,82	154,93	157,05	159,16	161,27
7,47%	161,02	163,28	165,54	167,79	170,05

Quelle: Montega

G&V (in Mio. Euro) GK Software SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	106,2	115,4	117,6	128,1	148,6	169,5
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	106,2	115,4	118,4	128,1	148,6	169,5
Materialaufwand	7,7	6,2	9,4	10,3	11,9	13,7
Rohrertrag	98,4	109,2	109,0	117,9	136,8	155,7
Personalaufwendungen	68,8	78,1	75,6	81,4	92,6	102,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	26,4	22,0	17,9	18,8	21,1	23,7
Sonstige betriebliche Erträge	3,6	3,8	4,1	4,2	4,5	4,2
EBITDA	6,8	12,3	19,1	21,9	27,5	33,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	5,2	2,9	2,6	2,5	2,5	2,4
EBITA	1,6	9,3	16,5	19,4	25,0	31,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	5,9	6,0	5,8	5,7	5,6
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	1,6	3,4	10,5	13,6	19,3	25,4
Finanzergebnis	-1,4	-2,2	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,2	1,2	9,1	12,3	18,0	24,1
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,2	1,2	9,1	12,3	18,0	24,1
EE-Steuern	-0,8	4,4	2,8	3,7	5,4	7,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,9	-3,1	6,3	8,6	12,6	16,8
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,9	-3,1	6,3	8,6	12,6	16,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,9	-3,1	6,2	8,6	12,6	16,8

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) GK Software SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,7%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	7,3%	5,4%	8,0%	8,0%	8,0%	8,1%
Rohrertrag	92,7%	94,6%	92,7%	92,0%	92,0%	91,9%
Personalaufwendungen	64,8%	67,7%	64,3%	63,5%	62,3%	60,7%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	24,9%	19,0%	15,2%	14,7%	14,2%	14,0%
Sonstige betriebliche Erträge	3,4%	3,3%	3,5%	3,3%	3,0%	2,5%
EBITDA	6,4%	10,6%	16,2%	17,1%	18,5%	19,7%
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,9%	2,5%	2,2%	2,0%	1,7%	1,4%
EBITA	1,5%	8,1%	14,1%	15,1%	16,8%	18,3%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	5,1%	5,1%	4,5%	3,8%	3,3%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	1,5%	3,0%	9,0%	10,6%	13,0%	15,0%
Finanzergebnis	-1,3%	-1,9%	-1,2%	-1,0%	-0,9%	-0,8%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	0,2%	1,1%	7,7%	9,6%	12,1%	14,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	0,2%	1,1%	7,7%	9,6%	12,1%	14,2%
EE-Steuern	-0,7%	3,8%	2,4%	2,9%	3,6%	4,3%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,9%	-2,7%	5,3%	6,7%	8,5%	9,9%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,9%	-2,7%	5,3%	6,7%	8,5%	9,9%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	0,9%	-2,7%	5,3%	6,7%	8,5%	9,9%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) GK Software SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	29,8	36,5	34,7	31,9	29,2	26,6
Sachanlagen	17,2	17,0	14,7	14,0	13,3	12,7
Finanzanlagen	5,8	6,4	6,8	6,8	6,8	6,8
Anlagevermögen	52,8	59,9	56,1	52,6	49,2	46,0
Vorräte	0,5	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	36,3	38,3	37,0	38,6	43,6	48,7
Liquide Mittel	11,8	8,1	9,4	38,2	50,2	66,4
Sonstige Vermögensgegenstände	9,8	7,5	8,0	8,0	8,0	8,0
Umlaufvermögen	58,4	54,3	54,6	85,0	102,0	123,3
Bilanzsumme	111,2	114,2	110,7	137,6	151,3	169,3
PASSIVA						
Eigenkapital	39,2	41,3	48,0	75,0	87,7	104,5
Anteile Dritter	1,1	1,1	0,7	0,7	0,7	0,7
Rückstellungen	3,1	4,6	4,3	4,3	4,3	4,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	34,8	42,8	33,2	33,2	33,2	33,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,3	6,0	7,2	7,0	8,1	9,3
Sonstige Verbindlichkeiten	26,8	18,4	17,3	17,3	17,3	17,3
Verbindlichkeiten	70,9	71,9	62,0	61,8	62,9	64,1
Bilanzsumme	111,2	114,2	110,7	137,6	151,3	169,3

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) GK Software SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	26,8%	32,0%	31,3%	23,2%	19,3%	15,7%
Sachanlagen	15,5%	14,9%	13,3%	10,2%	8,8%	7,5%
Finanzanlagen	5,3%	5,6%	6,1%	4,9%	4,5%	4,0%
Anlagevermögen	47,5%	52,5%	50,7%	38,2%	32,5%	27,2%
Vorräte	0,4%	0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	32,7%	33,5%	33,4%	28,1%	28,8%	28,8%
Liquide Mittel	10,6%	7,1%	8,5%	27,7%	33,2%	39,2%
Sonstige Vermögensgegenstände	8,8%	6,6%	7,2%	5,8%	5,3%	4,7%
Umlaufvermögen	52,5%	47,5%	49,3%	61,7%	67,4%	72,8%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	35,2%	36,1%	43,3%	54,5%	58,0%	61,7%
Anteile Dritter	1,0%	0,9%	0,7%	0,5%	0,5%	0,4%
Rückstellungen	2,8%	4,0%	3,9%	3,1%	2,8%	2,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	31,3%	37,5%	30,0%	24,1%	21,9%	19,6%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	5,6%	5,3%	6,5%	5,1%	5,4%	5,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	24,1%	16,1%	15,7%	12,6%	11,5%	10,2%
Verbindlichkeiten	63,8%	62,9%	56,0%	44,9%	41,6%	37,9%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

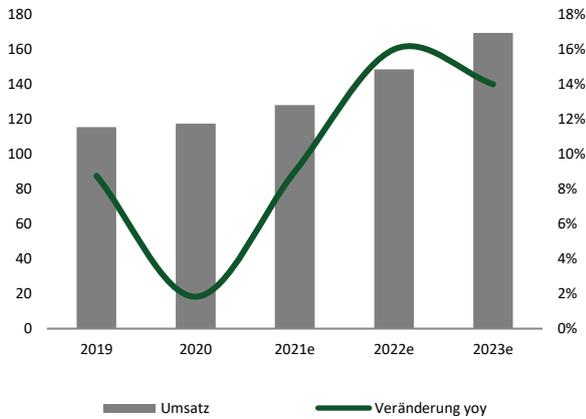
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) GK Software SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,9	-3,1	6,3	8,6	12,6	16,8
Abschreibung Anlagevermögen	5,2	2,9	2,6	2,5	2,5	2,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	5,9	6,0	5,8	5,7	5,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,5	0,6	-0,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,4	-0,2	4,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	6,1	6,1	18,3	16,9	20,8	24,8
Veränderung Working Capital	-10,8	-6,3	-0,6	-1,8	-3,9	-3,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-4,7	-0,2	17,7	15,1	16,9	20,9
CAPEX	-12,0	-3,6	-2,7	-4,8	-4,8	-4,8
Sonstiges	-3,8	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-15,7	-3,6	-3,0	-4,8	-4,8	-4,8
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,9	-4,5	-11,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,3	4,4	-0,3	18,5	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-1,2	-0,1	-11,3	18,5	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	-21,7	-3,9	3,5	28,7	12,1	16,1
Endbestand liquide Mittel	6,2	2,3	5,7	38,2	50,2	66,4

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

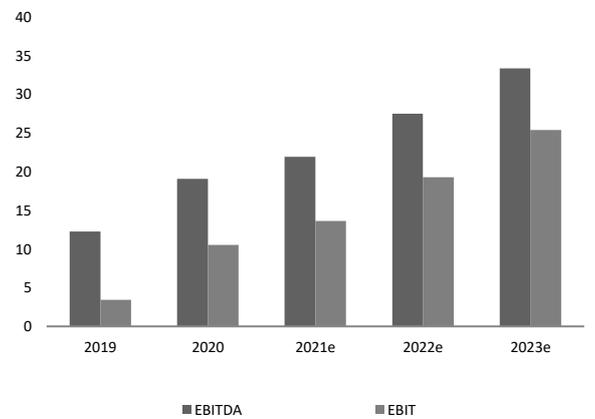
Kennzahlen GK Software SE	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ertragsmargen						
Rohrertragsmarge (%)	92,7%	94,6%	92,7%	92,0%	92,0%	91,9%
EBITDA-Marge (%)	6,4%	10,6%	16,2%	17,1%	18,5%	19,7%
EBIT-Marge (%)	1,5%	3,0%	9,0%	10,6%	13,0%	15,0%
EBT-Marge (%)	0,2%	1,1%	7,7%	9,6%	12,1%	14,2%
Netto-Umsatzrendite (%)	0,9%	-2,7%	5,3%	6,7%	8,5%	9,9%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	3,0%	4,7%	13,6%	18,3%	26,1%	34,1%
ROE (%)	2,4%	-7,8%	14,7%	17,7%	16,6%	19,0%
ROA (%)	0,8%	-2,7%	5,6%	6,3%	8,3%	9,9%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	24,6	37,5	26,5	-2,2	-14,3	-30,4
Net Debt / EBITDA	3,6	3,1	1,4	-0,1	-0,5	-0,9
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,6	0,9	0,5	0,0	-0,2	-0,3
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	-16,7	-3,9	15,0	10,3	12,1	16,1
Capex / Umsatz (%)	11%	3%	2%	4%	3%	3%
Working Capital / Umsatz (%)	24%	27%	27%	24%	23%	22%
Bewertung						
EV/Umsatz	2,7	2,5	2,5	2,3	1,9	1,7
EV/EBITDA	42,2	23,5	15,1	13,2	10,5	8,6
EV/EBIT	180,7	84,1	27,4	21,2	14,9	11,4
EV/FCF	-	-	19,2	28,1	23,9	17,9
KGV	259,4	-	41,0	32,5	22,2	16,6
KBV	7,1	6,8	5,8	3,7	3,2	2,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

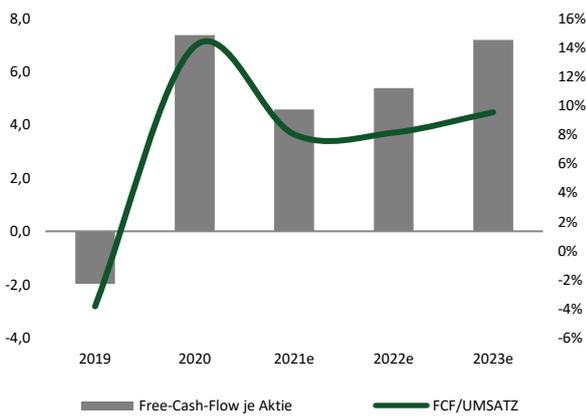
Umsatzentwicklung



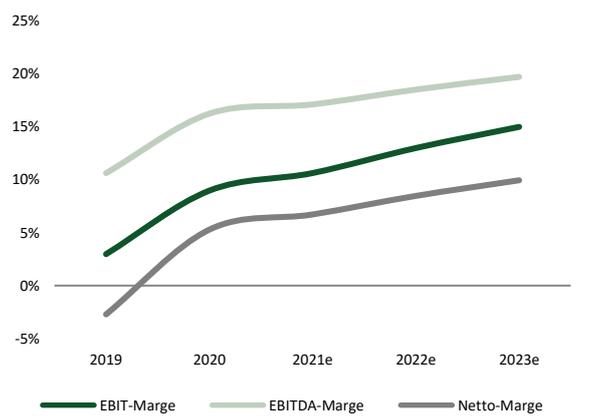
Ergebnisentwicklung



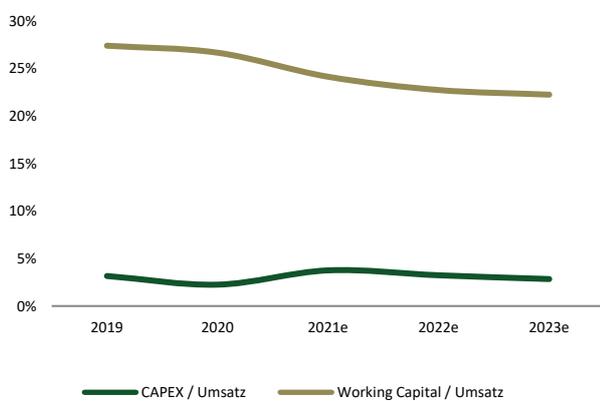
Free-Cash-Flow Entwicklung



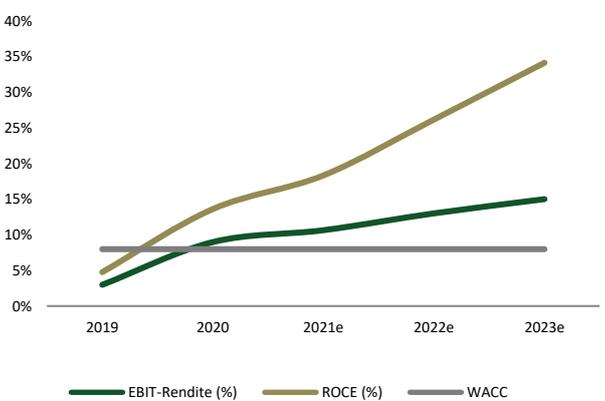
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	03.09.2020	84,40	93,00	+10%
Kaufen	06.10.2020	76,40	93,00	+22%
Kaufen	04.11.2020	69,00	93,00	+35%
Kaufen	09.11.2020	77,00	95,00	+23%
Kaufen	30.11.2020	89,60	103,00	+15%
Halten	27.01.2021	108,50	113,00	+4%
Halten	23.03.2021	113,50	116,00	+2%
Kaufen	29.04.2021	124,50	150,00	+20%