

07. September 2021  
Research-Update

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# GK Software SE

## Halbjahresgewinn weit über den Erwartungen

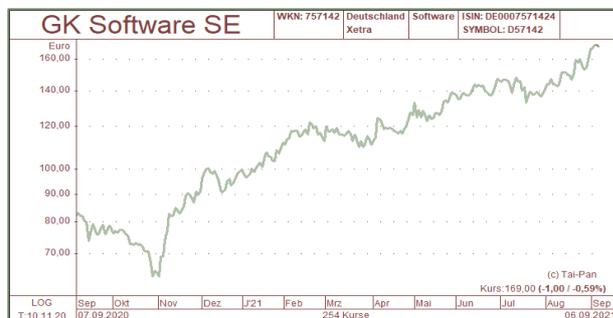
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 169,00 € | Kursziel: 190,00 € (zuvor: 162,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Jüngste Geschäftsentwicklung



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	1.094
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Ticker:</b>	GKS:GR
<b>Kurs:</b>	169,00 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	2,25 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	379,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	358,8 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	ca. 54,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	171,50 / 62,20 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	340,5 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat im ersten Halbjahr erneut überzeugt. Den Halbjahresumsatz konnte das Unternehmen nach einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung im zweiten Quartal um insgesamt 15 Prozent auf 64,4 Mio. Euro steigern, was aber von der Ergebnisentwicklung deutlich in den Schatten gestellt wurde. So wurde das EBIT um 500 Prozent auf 11,8 Mio. Euro gesteigert, während der Halbjahresüberschuss nach Steuern von -0,2 auf +9,2 Mio. Euro ins Plus sprang. Damit hat GK Software im ersten Halbjahr mehr verdient als in jedem der bisherigen Geschäftsjahre. Der bisherige Rekordwert wurde 2020 mit 6,2 Mio. Euro erzielt, auf Zwölfmonatsbasis wohlgeerntet. Ermöglicht wurde dieser Ergebnissprung durch mehrere Faktoren. Dazu gehörte erstens der Einmalertrag aus dem Verkauf der Tochter AWEK microdata (Effekt: 2,75 Mio. Euro), zweitens der Rekordwert an Einmallicenzen, die sich vor allem dank eines großen Lizenzdeals um 136 Prozent auf 7,5 Mio. Euro erhöht haben, und drittens der erstmals hohe Beitrag der SaaS-Gebühren in Höhe von 4,5 Mio. Euro, die zur Hälfte aus dem erst seit April umsatzwirksamen Geschäft mit der neuen Lösung Fiskal Cloud stammten. Last but not least blieb die Kostenentwicklung trotz des Wachstums erneut sehr moderat.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	106,2	115,4	117,6	137,7	155,8	168,3
EBIT (Mio. Euro)	1,6	3,4	10,5	20,5	22,1	25,3
Jahresüberschuss	0,9	-3,1	6,2	14,6	15,4	17,7
EpS	0,49	-1,55	3,04	6,24	6,57	7,54
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,60	1,00
Umsatzwachstum	17,4%	8,8%	1,8%	17,1%	13,2%	8,0%
Gewinnwachstum	-76,2%	-	-	135,5%	5,4%	14,7%
KUV	3,73	3,43	3,37	2,88	2,54	2,35
KGV	428,3	-	63,8	27,1	25,7	22,4
KCF	-	-	22,4	20,6	18,0	16,3
EV / EBIT	235,2	109,4	35,6	18,3	17,0	14,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,6%

## Kräftiger Wachstumsschub in Q2

Nach einer Wachstumsbeschleunigung im zweiten Quartal (auf 25 Prozent gegenüber dem – schwachen – Vorjahresquartal) hat GK Software den Halbjahresumsatz um 14,6 Prozent auf 64,4 Mio. Euro gesteigert. Im Kerngeschäft betrug der Zuwachs sogar fast 17 Prozent auf 61,6 Mio. Euro, während das kleinere Segment IT-Services nach dem Verkauf der AWEK microdata GmbH planmäßig rückläufig war und bis Ende März 2022 komplett auslaufen soll.

## Hohe Lizenz- und Subskriptionserlöse

Die wichtigsten Wachstumstreiber waren die Implementierungsprojekte für die im letzten Jahr gewonnenen Neukunden, hohe Lizenzabschlüsse im Neugeschäft und schließlich das seit April auch in den Umsätzen sichtbare erfolgreiche Geschäft mit der neuen Lösung Fiskal Cloud. So erhöhten sich die Dienstleistungserlöse im Bereich Retail Consulting, in dem vor allem die Implementierungsprojekte gebucht werden, um über 300 Prozent auf 14,7 Mio. Euro. Die Einmallyzenzen legten um 136 Prozent auf 7,5 Mio. Euro zu, womit der beste Halbjahreswert der Unternehmensgeschichte erzielt wurde. Maßgeblich hat dazu die Gewinnung eines großen Händlers in Südafrika beigetragen, insgesamt hat GK Software im ersten Halbjahr sechs Neukunden für die Plattform CLOUD4RETAIL gewinnen können. Hiervon haben sich aber zwei für das SaaS-Modell entschieden, weswegen sie in der Berichtsperiode noch nicht umsatzwirksam wurden. Auch die Gewinnung eines osteuropäischen Mineralölkonzerns als ersten großen europäischen Kunden für die Tankstellenlösung GK Drive betrifft zunächst ein Pilotprojekt, aus dem im Erfolgsfall ein signifikanter Lizenzdeal erwachsen könnte. Aus den bereits bestehenden SaaS-Verträgen hat GK im ersten Halbjahr Subskriptionserlöse in Höhe von 4,5 Mio. Euro erzielt (Vorjahreswert nicht bekannt), so dass die Summe aus Einmallyzenzen und SaaS-Gebühren 12,1 Mio. Euro oder fast 19 Prozent der Gesamterlöse erreichte.

## Fiskal Cloud mit reibungslosen Start

Rund die Hälfte der Subskriptionserlöse trug das Geschäft mit der Lösung Fiskal Cloud bei (2,3 Mio.

Euro). Dabei spiegelt dieser Wert das volle Potenzial der bereits aufgebauten Kundenbasis noch nicht gänzlich wider, da durch den Lockdown die an die Plattform angeschlossenen Kassensysteme (derzeit laut GK Software deutlich über 100.000 im Dauerzugriff) erst sukzessive zugeschaltet worden sind. Auch aktuell läuft der Handel noch nicht überall unter Volllast. Gleichwohl werden über die Plattform bis zu 80 Mio. Echtzeittransaktionen pro Tag abgewickelt, inzwischen summiert sich der Erfahrungsschatz des Systems auf rund 8 Mrd. Transaktionen. Dieses Volumen hat die Software nach Aussage von GK bisher völlig problemlos bewältigt, der Umfang der eingegangenen Problemmeldungen und Support-Anfragen wird als sehr weit unter den Erwartungen bezeichnet.

## Fast alle Aufwandsquoten rückläufig

Das Umsatzwachstum ging mit reduzierten Aufwandsquoten einher, teilweise sind die Kosten sogar absolut zurückgegangen. Die einzige Ausnahme ist der Materialaufwand, der sich, wie schon im Gesamtjahr 2020, durch den verstärkten Rückgriff auf Fremddienstleister sowie durch einen – einmaligen – Hardware-Verkauf für einen Kunden von Fiskal Cloud um 43 Prozent auf 5,7 Mio. Euro erhöht hat, gleichbedeutend mit einer von 7,1 auf 8,9 Prozent gestiegenen Materialaufwandsquote. Demgegenüber hat sich die Personalaufwandsquote um 7,8 Prozentpunkte auf 60,8 Prozent ermäßigt, in absoluten Zahlen ist der Personalaufwand nur sehr leicht um 0,6 Mio. Euro auf 39,2 Mio. Euro gestiegen. Dahinter versteckt sich eine nahezu unveränderte durchschnittliche Mitarbeiterzahl von rund 1.160, während die stichtagsbezogene Zahl durch den Verkauf der AWEK microdata GmbH sogar um 5 Prozent auf knapp 1.100 rückläufig war. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (SBA) und die Abschreibungen sind im Vorjahresvergleich sogar zurückgegangen (um 4,1 bzw. 10,3 Prozent auf 8,9 resp. 3,8 Mio. Euro). Der Rückgang der SBA begründet sich immer noch vor allem in den Corona-bedingt deutlich reduzierten Reisekosten und stammt daher noch aus dem ersten Quartal. Separat betrachtet, hat sich diese Aufwandsposition im zweiten Quartal, dem bereits ein Corona-Quartal aus 2020 gegenübersteht, um 13 Prozent er-

höht. Gleichwohl betont GK, dass die relative Reduktion der Reisekosten zum großen Teil auch nach dem Ende der Pandemie bestehen bleiben wird, weil sowohl die konzerninterne Kommunikation als auch die Leistungserbringung für Kunden in den letzten anderthalb Jahren erfolgreich auf das Remote-Modell umgestellt wurden. Schließlich hat sich auch das negative Finanzergebnis von -1,0 Mio. Euro in den ersten sechs Monaten 2020 auf -0,6 Mio. Euro im ersten Halbjahr 2021 verbessert.

Geschäftszahlen	HJ 20	HJ 21	Änderung
Umsatz	56,16	64,36	+14,6%
EBITDA	6,24	15,63	+150,6%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>11,1%</i>	<i>24,3%</i>	
EBIT	1,96	11,79	+502,4%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>3,5%</i>	<i>18,3%</i>	
EBT	0,97	11,17	+1.049,3%
<i>EBT-Marge</i>	<i>1,7%</i>	<i>17,4%</i>	
Nettoergebnis	-0,15	9,18	-
<i>Netto-Marge</i>	<i>-0,3%</i>	<i>14,3%</i>	
Free-Cashflow	12,67	16,18	+27,7%

*Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen*

## Gewinn massiv erhöht

Zuzüglich des Gewinns aus dem Verkauf der AWEK microdata GmbH in Höhe von 2,75 Mio. Euro konnte das EBITDA des ersten Halbjahrs um 151 Prozent auf 15,6 Mio. Euro gesteigert werden, das EBIT legte sogar um über 500 Prozent auf 11,8 Mio. Euro zu. Doch selbst ohne den Einmalertrag wäre das EBITDA verdoppelt und das EBIT nahezu verfünffacht worden. Die EBIT-Marge verbesserte sich infolgedessen auf 18,3 Prozent (bzw. auf 14,0 Prozent ohne den AWEK-Verkauf). Auf dieser Grundlage wurden ein EBT von 11,2 Mio. Euro (+1.050 Prozent) und ein Halbjahresüberschuss von 9,2 Mio. Euro (Vorjahr -0,2 Mio. Euro) ausgewiesen.

## Free-Cashflow weiter verbessert

Sehr erfreulich hat sich im ersten Quartal auch der Free-Cashflow entwickelt. Der operative Cashflow blieb zwar trotz der kräftigen Ergebnisverbesserung

mit 13,3 Mio. Euro minimal unter dem Vorjahreswert. In Verbindung mit dem Investitions-Cashflow, der dank der Zuflüsse aus dem AWEK-Verkauf von -0,8 auf +2,9 Mio. Euro drehte, konnte der Free-Cashflow aber um 28 Prozent auf 16,2 Mio. Euro gesteigert werden. Dass der operative Cashflow lediglich auf Vorjahresniveau blieb, ist vor allem auf die Entwicklung der Forderungen zurückzuführen. Diese hatte den Cashflow im ersten Halbjahr 2020 um 5,6 Mio. Euro entlastet, während in der Berichtsperiode in diesem Bereich ein negativer Cash-Effekt in Höhe von 5,1 Mio. Euro zu verarbeiten war.

## Hohe Nettoliquidität

Durch die Zuflüsse aus der im März platzierten Barkapitalerhöhung sowie aus der Aktienaussgabe im Rahmen des Aktienoptionsprogramms zeigt auch der Finanzierungs-Cashflow einen positiven Saldo von 16,5 Mio. Euro, sodass sich die bilanzielle Liquidität in den ersten sechs Monaten von 9,4 auf 38,7 Mio. Euro erhöht hat. Sie entspricht damit 27 Prozent der im gleichen Zeitraum von 111 auf 141 Mio. Euro gestiegenen Bilanzsumme und übersteigt die Bankkredite um 33,5 Mio. Euro. Selbst unter Berücksichtigung der Wandelanleihe (14,4 Mio. Euro), deren Wandlung nach dem rasanten Kursanstieg der Aktie deutlich wahrscheinlicher geworden ist, und der Leasingverbindlichkeiten (8,6 Mio. Euro) beläuft sich die Nettoliquidität immer noch auf 10,5 Mio. Euro.

## Eigenkapitalquote bei 56 Prozent

Durch den Halbjahresgewinn und die Kapitalerhöhung hat sich das Eigenkapital um 62 Prozent auf 78,7 Mio. Euro erhöht. Die Eigenkapitalquote lag Ende Juni bei 55,8 Prozent, nach 44 Prozent zum Jahreswechsel und 40,1 Prozent vor einem Jahr.

## Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der guten Zahlen für das erste Halbjahr hat GK die Prognose für das laufende Jahr bestätigt und strebt weiterhin eine leichte Umsatzsteigerung (aber stärker als 2020) bei einer leicht verbesserten Profitabilität an. Eine konkrete Prognose wurde mit Verweis auf die Unwägbarkeiten infolge der Corona-Pandemie immer noch nicht formuliert, doch

im Halbjahresbericht wurde eingeräumt, dass die Prognose bei weiteren Vertriebsfolgen auch übererfüllt werden könnte. In Ermangelung konkreter Zielwerte ist das unseres Erachtens in Richtung eines deutlichen Umsatzwachstums und einer deutlichen Verbesserung der Profitabilität zu deuten. Unverändert gelassen wurde auch die Mittelfristzielsetzung, bis 2023 ein Umsatzwachstum auf 160 bis 175 Mio. Euro und (spätestens dann) eine EBIT-Marge von 15 Prozent nachhaltig zu erreichen.

### Umsatzschätzung unverändert

Nach den Halbjahreszahlen haben wir unsere Schätzungen an mehreren Stellen angepasst. Dies betrifft aber nicht den Umsatz, den wir immer noch bei 137,7 Mio. Euro erwarten, was gegenüber 2020 einem Wachstum um 17 Prozent entspräche. Dafür müsste zwar das Wachstumstempo gegenüber dem ersten Halbjahr noch zulegen, doch angesichts des nun laufenden Geschäfts mit Fiskal Cloud und der relativ schwachen Vergleichsbasis aus dem zweiten Halbjahr 2020 sehen wir dies als realistisch an. Unverändert gelassen haben wir auch die Wachstumsschätzungen für die Folgejahre, so dass wir zum Ende des detaillierten

Prognosezeitraums im Jahr 2028 weiter mit Umsatzerlösen von 235 Mio. Euro kalkulieren.

### Aufwandsschätzungen teils deutlich reduziert

Deutlich modifiziert haben wir hingegen die Schätzungen für den Personalaufwand sowie für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die sich im ersten Halbjahr spürbar moderater entwickelt haben, als von uns unterstellt. Das neue Kostenbewusstsein, das sich GK im Zuge des Effizienzverbesserungsprogramms seit 2019 antrainiert hat, scheint damit tatsächlich dauerhaft zu sein. Das betrifft sowohl die Einstellungspolitik als auch die Disziplin bezüglich der Sachkosten, die sich unter anderem in längeren Nutzungszeiten von Ausstattungsgegenständen sowie in einer deutlichen Reduktion der konzerninternen Reisen zugunsten von Online-Meetings bemerkbar macht. Auf dieser Grundlage erscheint die Skepsis, die wir bisher bezüglich der vom Management angestrebten Zielmarge von 15 Prozent (beim EBIT) formuliert hatten, nicht mehr begründet. Dies umso mehr, als das an Schwung gewinnende SaaS-Geschäft für einen wachsenden stetigen Strom an hochmargigen Einnahmen

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	137,7	155,8	168,3	180,0	192,6	206,1	220,6	234,9
Umsatzwachstum		13,2%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
EBIT-Marge	14,9%	14,2%	15,0%	15,4%	15,8%	16,0%	16,3%	16,5%
<b>EBIT</b>	<b>20,5</b>	<b>22,1</b>	<b>25,3</b>	<b>27,7</b>	<b>30,4</b>	<b>33,1</b>	<b>36,0</b>	<b>38,9</b>
Steuersatz	25,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	5,1	6,6	7,5	8,3	9,1	9,9	10,7	11,6
<b>NOPAT</b>	<b>15,4</b>	<b>15,5</b>	<b>17,7</b>	<b>19,5</b>	<b>21,3</b>	<b>23,2</b>	<b>25,3</b>	<b>27,3</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,9	5,1	5,3	5,0	4,8	4,7	4,6	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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>20,3</b>	<b>20,7</b>	<b>23,1</b>	<b>24,5</b>	<b>26,2</b>	<b>27,9</b>	<b>29,9</b>	<b>31,9</b>
- Zunahme Net Working Capital	-3,3	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,6	-2,8
- Investitionen AV	-1,0	-6,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7
<b>Free Cashflow</b>	<b>16,1</b>	<b>12,9</b>	<b>17,0</b>	<b>18,1</b>	<b>19,5</b>	<b>21,0</b>	<b>22,6</b>	<b>24,3</b>

*SMC Schätzmodell*

sorgen wird. Wir haben deswegen die Margenerwartungen für den gesamten Schätzzeitraum angehoben (bzw. die Aufwandsquoten reduziert), sehen die Marke von 15 Prozent nun doch bereits im Jahr 2023 erreicht und trauen GK anschließend eine weitere schrittweise Verbesserung der EBIT-Marge auf 16,5 Prozent im Jahr 2028 zu. Ab 2023 ist der Anstieg allerdings nahezu ausschließlich auf die relativ sinkende Bedeutung der Abschreibungen (unter anderem laufen Abschreibungen auf die Kaufpreisbestandteile früherer Akquisitionen aus) zurückzuführen, während die operative Marge (EBITDA) in etwa konstant knapp unter 20 Prozent angenommen wird.

## Höhere Gewinnschätzungen

Aus den höheren Margenannahmen bei unveränderten Umsatzschätzungen ergeben sich höhere Gewinnerwartungen. Für 2021 kommt hinzu, dass der Ertrag aus dem AWEK-Verkauf mit 2,75 Mio. Euro etwas über unserer bisherigen Schätzung von 2,0 Mio. Euro liegt. In Summe erwarten für dieses Jahr nun ein EBIT von 20,5 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss von 14,6 Mio. Euro (bisher: 17,3 bzw. 12,2 Mio. Euro). Der letztere profitiert zusätzlich von der Annahme einer niedrigeren Steuerquote, weil ein Teil des Gewinns aus dem Verkauf einer Tochtergesellschaft stammt und damit größtenteils steuerfrei ist. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle auf der vorhergehenden Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Für die Ermittlung des Terminal Value als Gegenwartswert der Cash-Überschüsse für die Jahre ab 2028 setzen wir das EBIT des Jahres 2028 an und kalkulieren anschließend mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

## WACC-Satz erhöht

Eine Folge der nun angenommenen höheren Profitabilität ist die etwas in Richtung Eigenkapital verschobene Ziel-Kapitalstruktur (nun FK-Anteil von 30 Prozent, bisher 35 Prozent). Bei unveränderten Annahmen bezüglich der Eigenkapitalkosten nach CAPM (8 Prozent, bestehend aus einem sicheren Zins von 1,0

Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und einem Beta-Faktor von 1,2) und der FK-Kosten (4 Prozent) ergibt sich daraus ein gewichteter Diskontierungssatz von 6,4 Prozent (bisher: 6,2 Prozent).

## Kursziel: 190,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,4 Prozent) ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 446 Mio. Euro bzw. 190,29 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 190,00 Euro ableiten. Die Erhöhung gegenüber der letzten Studie (162,00 Euro) ist vor allem auf die erhöhten Margenschätzungen zurückzuführen. Einen umgekehrten Effekt hat die Erhöhung der Aktienzahl gehabt, da wir nach der jüngsten Kursrally die nun erstmals wahrscheinliche Wandlung der Wandelanleihe angenommen und die hieraus zu erwartenden neuen Aktien (knapp 100 Tsd.) verwässernd berücksichtigt haben. Da damit aber ein entsprechender Liquiditätsabfluss für die Tilgung entfällt, haben wir im Gegenzug die nicht betriebsnotwendige Liquidität erhöht. Unverändert gelassen haben wir hingegen die Einstufung der Prognoseunsicherheit, für welche wir wegen der immer noch bestehenden Abhängigkeit der Gewinnentwicklung von den volatilen Lizenzerlösen weiterhin vier von sechs möglichen Risikopunkten vergeben.

## Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,4%	287,46	257,89	235,02	216,80	201,95
5,9%	250,04	227,95	210,36	196,01	184,09
6,4%	221,15	204,15	190,29	178,78	169,06
6,9%	198,17	184,78	173,66	164,26	156,23
7,4%	179,47	168,72	159,65	151,88	145,17

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,4 und 7,4 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 145,17 und 287,46 Euro je Aktie.

## Fazit

---

GK Software hat im zweiten Quartal das Umsatzwachstum deutlich beschleunigt und dabei sowohl von einer guten Auslastung im Bestandsgeschäft als auch von hohen Lizenzabschlüssen profitiert. Darüber hinaus hat das Geschäft mit der neuen Fiskalisierungslösung Fiskal Cloud erwartungsgemäß erstmals einen signifikanten Umsatzbeitrag geleistet. In Summe der ersten sechs Monate konnte damit ein Umsatzwachstum um knapp 15 Prozent ausgewiesen werden.

Das große Ausrufezeichen setzte der Software-Spezialist aber mit der Ergebnisentwicklung. Während das Halbjahres-EBIT um 500 Prozent zugelegt hat, erhöhte sich das Vorsteuerergebnis sogar um 1.050 Prozent und markierte mit 11,2 Mio. Euro nicht nur den mit Abstand besten Halbjahreswert der Unternehmensgeschichte, sondern übertraf auch alle bisherigen Zwölfmonatswerte. Ermöglicht wurde dies durch die

Kombination aus einem Einmalervertrag aus dem Verkauf der Tochter AWEK microdata, den hohen Einmallicenzen und SaaS-Gebühren und nicht zuletzt der anhaltenden Kostendisziplin, die sich in sinkenden oder nur leicht steigenden Aufwandspositionen bemerkbar machte.

Gerade den letztgenannten Aspekt haben wir zum Anlass genommen, unsere bisherige Skepsis bezüglich der raschen Erreichbarkeit der Ziel-EBIT-Marge von 15 Prozent zu hinterfragen und einen etwas optimistischeren Ansatz zu wählen. Die hieraus resultierende Anhebung der von uns für die Zukunft unterstellten Margen hat sich in einem spürbar erhöhten fairen Wert niedergeschlagen, den wir nun bei 190,00 Euro sehen (bisher: 162 Euro). Nachdem die GK-Aktie unser altes Kursziel erreicht hat, sehen wir dadurch weiteres Kurspotenzial und bestätigen das Urteil „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	56,5	56,6	57,7	56,8	56,2	55,9	55,8	55,9	56,0
1. Immat. VG	25,4	24,4	24,3	22,3	20,8	19,6	18,8	18,2	17,7
2. Sachanlagen	30,7	31,8	33,0	34,1	35,0	35,8	36,6	37,3	37,9
II. UV Summe	54,2	87,2	85,9	103,2	122,0	141,2	160,7	180,7	200,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	48,7	82,4	97,0	113,1	130,0	147,6	165,8	184,4	203,3
II. Rückstellungen	3,5	3,7	4,0	4,2	4,5	4,7	5,0	5,2	5,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	29,7	29,0	13,2	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4	12,4
2. Kurzfristiges FK	28,8	28,7	29,5	30,3	31,3	32,3	33,4	34,5	35,6
<b>BILANZSUMME</b>	<b>110,7</b>	<b>143,7</b>	<b>143,6</b>	<b>160,0</b>	<b>178,2</b>	<b>197,1</b>	<b>216,6</b>	<b>236,5</b>	<b>256,7</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	117,6	137,7	155,8	168,3	180,0	192,6	206,1	220,6	234,9
Gesamtleistung	118,4	137,7	155,8	168,5	180,0	192,6	206,1	220,6	234,9
Rohhertrag	109,0	126,0	142,6	154,2	164,8	176,4	188,7	201,9	215,0
EBITDA	19,1	28,4	30,2	33,5	35,7	38,2	40,7	43,6	46,4
EBIT	10,5	20,5	22,1	25,3	27,7	30,4	33,1	36,0	38,9
EBT	9,1	19,5	21,9	25,2	27,8	30,7	33,5	36,6	39,6
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,3	14,6	15,4	17,7	19,5	21,5	23,6	25,7	27,8
JÜ	6,2	14,6	15,4	17,7	19,5	21,5	23,6	25,7	27,8
EPS	3,04	6,24	6,57	7,54	8,34	9,18	10,05	10,97	11,87

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	17,7	19,2	22,0	24,3	25,6	27,2	28,9	30,7	32,6
CF aus Investition	-3,0	-1,0	-6,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7
CF Finanzierung	-11,3	14,3	-19,7	-5,6	-5,7	-6,9	-8,4	-10,1	-12,0
Liquidität Jahresanfa.	2,3	5,7	38,2	34,2	48,4	64,0	79,7	95,5	111,5
Liquidität Jahresende	5,7	38,2	34,2	48,4	64,0	79,7	95,5	111,5	127,3

### Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	1,8%	17,1%	13,2%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
Rohermargemarge	92,7%	91,5%	91,5%	91,7%	91,5%	91,5%	91,5%	91,5%	91,5%
EBITDA-Marge	16,2%	20,6%	19,4%	19,9%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%	19,8%
EBIT-Marge	9,0%	14,9%	14,2%	15,0%	15,4%	15,8%	16,0%	16,3%	16,5%
EBT-Marge	7,7%	14,2%	14,1%	15,0%	15,5%	15,9%	16,3%	16,6%	16,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,3%	10,6%	9,9%	10,5%	10,9%	11,2%	11,4%	11,7%	11,8%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster  
Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://www.lp-software.de)) erstellt.

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 4), 10)

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 07.09.2021 um 7:25 Uhr fertiggestellt und am 07.09.2021 um 8:15 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
28.06.2021	Buy	162,00 Euro	1), 3), 4), 10)
31.05.2021	Buy	156,00 Euro	1), 3), 10)
04.05.2021	Buy	153,00 Euro	1), 3), 10)
24.03.2021	Buy	131,00 Euro	1), 3), 10)
27.01.2021	Buy	131,00 Euro	1), 3), 10)
01.12.2020	Buy	108,00 Euro	1), 3)
09.11.2020	Buy	108,00 Euro	1), 3), 4)
04.09.2020	Buy	94,00 Euro	1), 3)
21.08.2020	Buy	91,00 Euro	1), 3)
14.07.2020	Buy	91,00 Euro	1), 3), 4)
10.06.2020	Buy	90,00 Euro	1), 3)
04.12.2019	Buy	83,20 Euro	1), 3), 4)
09.09.2019	Buy	105,00 Euro	1), 3), 4)

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.