

29. November 2021
Research-Update

SMC Research

Small and Mid Cap Research



Platz 1
Europe
Industrials
(2018)



Platz 2
German
Software & IT
(2018)



Platz 1
German
Software & IT
(2017)

Mehrfacher Gewinner
der renommierten
Refinitiv Analyst Awards

GK Software SE

Starkes Ergebniswachstum und weitere Marktanteilsgewinne

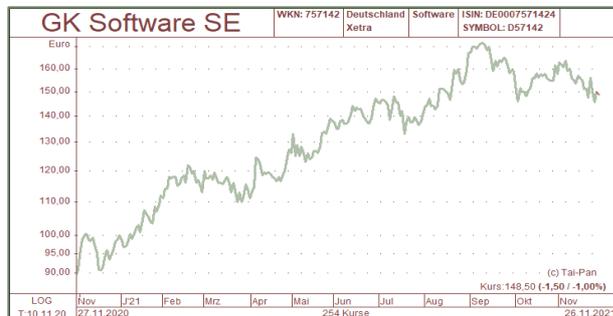
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 148,50 € | Kursziel: 190,00 € (unverändert)

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:	1.071
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	148,5 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,25 Mio. Stück
Market-Cap:	333,8 Mio. Euro
Enterprise Value:	304,7 Mio. Euro
Free Float:	ca. 54,9 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	172,00 / 87,20 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	392,0 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat in den ersten neun Monaten den Umsatz um 12 Prozent auf 95,7 Mio. Euro gesteigert und auf dieser Basis ein deutlich überproportionales Ergebniswachstum erzielt: das EBIT erhöhte sich um 155 Prozent auf 14,2 Mio. Euro, während der Nettoüberschuss um 269 Prozent auf 10,8 Mio. Euro verbessert werden konnte. Isoliert betrachtet war die Entwicklung im dritten Quartal zwar etwas schwächer, doch ist dies ausschließlich auf das außergewöhnlich starke Lizenzergebnis im Vorjahr zurückzuführen. In den Monaten Juli bis September des laufenden Jahres hat GK ebenfalls beachtliche Vertriebsserfolge verzeichnet und unter anderem zwei große US-Händler als Kunden gewinnen können, doch haben sich diese, wie auch einige andere der diesjährigen Neukunden, für das SaaS-Modell entschieden, wodurch sich die Umsatzwirksamkeit dieser Abschlüsse deutlich in die Zukunft verschiebt. Damit zeigt sich immer mehr, dass GK mit dem eigenen SaaS-Angebot auf eine wachsende Akzeptanz im Markt stößt, was zukünftig für einen breiten Strom an wiederkehrenden, hochmargigen Erlösen sorgen wird. Dementsprechend bezifferte GK das Volumen der diesjährigen SaaS-Abschlüsse im Kerngeschäft (ohne Fiskal Cloud) auf einen mittleren zweistelligen Millionenbetrag.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	106,2	115,4	117,6	130,7	155,0	167,4
EBIT (Mio. Euro)	1,6	3,4	10,5	18,7	21,4	24,5
Jahresüberschuss	0,9	-3,1	6,2	13,8	14,9	17,1
EpS	0,49	-1,55	3,04	5,88	6,35	7,31
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,60	1,00
Umsatzwachstum	17,4%	8,8%	1,8%	11,1%	18,6%	8,0%
Gewinnwachstum	-76,2%	-	-	121,9%	7,9%	15,2%
KUV	3,28	3,02	2,96	2,66	2,25	2,08
KGV	376,4	-	56,1	25,3	23,4	20,3
KCF	-	-	19,7	18,8	16,3	14,7
EV / EBIT	200,0	93,0	30,3	17,1	14,9	13,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,7%

Umsatzwachstum in Q3 fortgesetzt

GK Software hat das Umsatzwachstum auch im dritten Quartal fortgesetzt und die Erlöse um knapp 8 Prozent gesteigert. In Summe der ersten neun Monate ergibt sich daraus ein Wachstum um 12 Prozent auf 95,7 Mio. Euro. Im Kerngeschäft CLOUD4RETAIL betrug der Zuwachs sogar fast 15 Prozent auf 92,1 Mio. Euro, während das kleinere Segment IT-Services nach dem Verkauf der AWEK microdata GmbH planmäßig rückläufig war (-36 Prozent auf 3,3 Mio. Euro) und bis Ende März 2022 komplett auslaufen soll.

Sehr starkes Neugeschäft

Die größten Zuwächse haben die Einnahmen aus Implementierungsprojekten verzeichnet, in denen sich die Vertriebsfolge des Vorjahres widerspiegeln, und die sich auf knapp 31 Mio. Euro fast verdreifacht haben. Aber auch die Lizenzeinnahmen haben kräftig zugelegt. Während sich die Erlöse aus Einmallizenzen um 150 Prozent auf 8,3 Mio. Euro erhöht haben, konnten die SaaS-Lizenzen um über 130 Prozent auf 7,8 Mio. Euro gesteigert werden. Dabei geben die Lizenz Erlöse nur einen Teil der diesjährigen Vertriebsfolge wider. Insgesamt berichtet GK von zwölf Neuabschlüssen mit der Kernlösung CLOUD4RETAIL, wovon neun Neukunden und drei Bestandskunden waren. Da sich aber die Hälfte dieser Neuprojekte für das SaaS-Modell entschieden hat, sind im Berichtszeitraum hieraus noch keine Lizenzeinnahmen entstanden. Diese fließen in der Regel erst nach Abschluss der Implementierungsprojekte und damit nach einer Zeitspanne von mehreren Quartalen. Das Volumen an SaaS-Gebühren, die sich in den nächsten Jahren aus den diesjährigen Abschlüssen (im Kerngeschäft) ergeben wird, beziffert GK auf einen mittleren zweistelligen Millionenbetrag, erfahrungsgemäß kommt für die Implementierungsprojekte ein Dienstleistungsgeschäft im vergleichbaren Umfang dazu. Unter den neuen SaaS-Kunden befinden sich auch zwei große Händler aus den USA, die im dritten Quartal gewonnen werden konnten und die allein für 10.000 neue Installationen sorgen werden. Insgesamt beziffert GK die Zahl der Neuinstallationen, die aus den diesjährigen Vertriebsfolgen resultieren wird,

auf 50.000. Zum Vergleich: Die Gesamtzahl der Installationen lag Ende 2020 bei knapp 350.000.

Große Zufriedenheit mit Fiskal Cloud

Die SaaS-Erlöse aus dem Kerngeschäft dürften aber erst im nächsten Jahr deutlich an Schwung gewinnen, die diesjährigen Zuwächse gehen fast ausschließlich auf das Geschäft mit der neuen Lösung Fiskal Cloud zurück, welches erst seit April zum Umsatz beiträgt und trotzdem für etwa die Hälfte der im bisherigen Jahresverlauf erzielten SaaS-Einnahmen verantwortlich ist. Aktuell werden mit Fiskal Cloud nach Unternehmensangaben über 0,5 Mio. Euro pro Monat erlöst. Damit liegt die Dynamik etwas unter dem Wert des zweiten Quartals, was das Unternehmen auf Nachfrage mit einigen Einmalgebühren zum Betriebsstart begründet. Auch bremsen aktuell noch zahlreiche Ausnahmetatbestände von der gesetzlichen Pflicht zur fälschungssicheren Erfassung sämtlicher Kassensbewegungen die Dynamik des Aufschaltens weiterer Händler. Gleichwohl zeigt sich GK mit der bisherigen Performance der Lösung sowohl in finanzieller als auch in technischer Hinsicht sehr zufrieden. Der äußerst problemlose Betrieb hat es unter anderem bereits ermöglicht, die Kapazitäten der vorgehaltenen Wartungs- und Service-Teams spürbar zu reduzieren.

Erneute Marktführerschaft wird anhalten

Durch die hohe Zahl an großen Abschlüssen, aus denen in den kommenden Monaten umfangreiche Implementierungsprojekte und zigtausende Neuinstallationen resultieren werden, dürfte GK seine Führungsposition bei der Zahl der Neuinstallationen weiter behaupten. Einer kürzlich veröffentlichten RBR-Studie zufolge lag GK bezüglich der Zahl der neuinstallierten Kassensysteme im Zeitraum vom Juni 2020 bis Juni 2021 zum dritten Mal hintereinander weltweit an erster Stelle. Auch eine Sonderstudie zum Thema Self-Scanning listet GK als einen der führenden Anbieter. Diesbezüglich konnte die Gesellschaft kürzlich einen weiteren großen Fortschritt erreichen. Und zwar wurde am Hauptstandort Schöneck ein erster kassenfreier Supermarkt eröffnet, in dem die Kunden (bisher nur GK-Mitarbeiter) die Waren ohne einen separaten Scanvorgang aus den Regalen entnehmen und den Laden, ohne eine Kasse aufsuchen zu müssen, einfach

verlassen können. Gleichzeitig können die Kunden, müssen aber nicht, über ihr Smartphone umfangreiche Informationen zum aktuellen Einkauf sowie zu individuellen Angeboten erhalten. Das als GK Go bezeichnete Store-Konzept beruht auf der Kombination der GK-Technologie mit Komponenten anderer Anbieter, unter anderem Lidar-Technik für das datenschutzkonforme und lichtunempfindliche Monitoring des Kundenverkehrs oder smarte Preisschilder. Die Letzteren spielen auch eine wichtige Rolle bei der Digitalisierungsoffensive des wichtigen GK-Kunden ALDI Nord, dessen CTO in einem Pressegespräch GK als einen wichtigen strategischen Digitalisierungspartner hervorgehoben hat.

Fast alle Aufwandsquoten rückläufig

Wie schon zum Halbjahr, ging auch nach neun Monaten das Umsatzwachstum mit reduzierten Aufwandsquoten einher. Die einzige Ausnahme ist die Materialaufwandsquote, die sich aufgrund des überproportionalen Anstiegs des Materialaufwands um fast zwei Drittel auf 10,2 Mio. Euro um 3,4 Prozentpunkte auf 10,6 Prozent erhöhte. Auf Nachfrage begründet GK dies mit einem verstärkten Rückgriff auf Fremddienstleister sowie einem – einmaligen – Hardware-Verkauf für einen Kunden von Fiskal Cloud. Demgegenüber hat sich die Personalaufwandsquote um fast 6 Prozentpunkte auf 60,5 Prozent reduziert, während der sonstige betriebliche Aufwand und die Abschreibungen sogar in absoluten Zahlen zurückgegangen sind, um 1 resp. 8 Prozent. Isoliert betrachtet hat sich die Kostendynamik im dritten Quartal aber wieder etwas erhöht, was vor allem der Verdopplung des Materialaufwands geschuldet ist. Diese hat dazu geführt, dass, obwohl der Personalaufwand und die SBA nur unterproportional gestiegen und die Abschreibungen weiter gesunken sind, die Summe der Aufwendungen zwischen Juli und September stärker gestiegen ist als der Umsatz.

EBITDA steigt um zwei Drittel

Dies und die in Q3 im Vorjahresvergleich niedrigeren Lizenz Erlöse haben auf Quartalsbasis ein rückläufiges Ergebnis bewirkt. Allerdings bleibt dabei zu beachten, dass das dritte Quartal 2020 von außergewöhnlich hohen Lizenzentnahmen geprägt war, während die Ab-

schlüsse dieses Sommers im SaaS-Modell erfolgt sind und daher erst in Zukunft erlöswirksam werden. Insofern sind die Ergebniszahlen des dritten Quartals alles andere als schwach. Ganz im Gegenteil: Angesichts der nur moderaten Lizenz Erlöse (0,7 Mio. Euro) zeigt die zwischen Juli und September erwirtschaftete EBIT-Marge von 7,8 Prozent deutlich das inzwischen erreichte hohe Profitabilitätsniveau des wiederkehrenden Geschäfts und der Dienstleistungsaktivitäten. In Summe der ersten neun Monate zeigt sich ohnehin ein gänzlich anderes Bild als im dritten Quartal. Hier konnte GK das EBITDA um fast 70 Prozent auf 20,0 Mio. Euro steigern, wobei darin auch der einmalige Gewinn aus dem Verkauf der AWEK microdata GmbH in Höhe von 2,75 Mio. Euro enthalten ist. Doch auch bereinigt um diesen Effekt beträgt das EBITDA-Wachstum fast 46 Prozent.

Geschäftszahlen	9M 20	9M 21	Änderung
Umsatz	85,25	95,74	+12,3%
EBITDA	11,83	19,99	+68,9%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>13,9%</i>	<i>20,9%</i>	
EBIT	5,58	14,23	+155,2%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>6,5%</i>	<i>14,9%</i>	
EBT	4,09	13,38	+226,9%
<i>EBT-Marge</i>	<i>4,8%</i>	<i>14,0%</i>	
Nettoergebnis	2,91	10,76	+269,4%
<i>Netto-Marge</i>	<i>3,4%</i>	<i>11,2%</i>	
Free-Cashflow	14,71	23,75	+61,5%

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Neumonatergebnis +270 Prozent

Unterhalb des EBITDA profitierte GK zusätzlich von niedrigeren Abschreibungen, einem verbesserten Finanzergebnis (Tilgungen und positive Währungseffekte) und einer niedrigeren Steuerquote (höherer Ergebnisbeitrag aus steuerlich günstigeren Regionen und weitgehende Steuerfreiheit des Gewinns aus dem Verkauf der AWEK microdata GmbH), wodurch die übrigen Ergebniskennzahlen noch deutlich stärker verbessert wurden: Das EBIT legte um 155 Prozent auf 14,2 Mio. Euro zu, das EBT um 227 Prozent auf 13,4 Mio. Euro und der Nettoperiodenüberschuss um 269 Prozent auf 10,8 Mio. Euro.

Exzellente Cashflow-Werte

Die kerngesunde Verfassung des Unternehmens zeigt sich nicht nur in der Gewinnentwicklung, sondern auch in den Cashflow-Zahlen. So konnte GK die Profitabilitätsverbesserung in einen überproportionalen Anstieg des operativen Cashflow ummünzen, der fast um ein Drittel auf 21,3 Mio. Euro zulegte. In Verbindung mit dem Investitions-Cashflow, der dank der Zuflüsse aus dem AWEK-Verkauf von -1,4 auf +2,5 Mio. Euro ins Plus drehte, konnte der Free-Cashflow sogar um 62 Prozent auf 23,8 Mio. Euro gesteigert werden, womit fast ein Viertel der Erlöse als Free-Cashflow in der Kasse verblieben.

Ein Drittel der Bilanzsumme sind liquide Mittel

Zusammen mit dem hohen Nettozufluss aus Finanzierungsaktivitäten (dank der Kapitalerhöhung im März) hat sich die bilanzielle Liquidität in den ersten neun Monaten von 9,4 auf 45,5 Mio. Euro erhöht. Sie entspricht damit 32 Prozent der im selben Zeitraum von 111 auf 142 Mio. Euro gestiegenen Bilanzsumme und übersteigt die Bankkredite um 40,8 Mio. Euro. Selbst unter Berücksichtigung der Wandelanleihe (14,5 Mio. Euro) und der Leasingverbindlichkeiten (8,2 Mio. Euro) beläuft sich die Nettoliquidität immer noch auf 18,0 Mio. Euro. Auch das Eigenkapital hat sich weiter erhöht und lag Ende September bei 80,9 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einer Eigenkapitalquote von 57 Prozent.

Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der guten Zahlen 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. Dabei wird, wie bereits im Halbjahresbericht, angemerkt, dass die Prognose bei weiteren Vertriebsereignissen auch übererfüllt werden könnte. 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.

Schätzung für 2021 vorsichtiger

Obwohl wir die Zahlen und noch viel mehr die Vertriebsfolge von GK Software überzeugend finden, haben wir unsere Schätzungen für 2021 dennoch reduziert. Ausschlaggebend dafür sind zwei Aspekte. Einerseits entwickelt sich das Geschäft mit Fiskal Cloud zwar weiterhin sehr positiv, doch unsere diesbezüglichen Erwartungen, die wir nach den Q2-Zahlen angehoben hatten, dürften etwas zu optimistisch gewesen sein. Der zweite Punkt betrifft die Gewichtsverschiebung des Neugeschäfts in Richtung SaaS, die sich anscheinend rascher vollzieht, als von uns unterstellt. Deswegen werden die großen Abschlüsse des dritten Quartals im laufenden Jahr kaum eine Umsatzwirkung entfalten, auch bezüglich des Neugeschäfts in den kommenden Wochen kommt zu der jahreszeitlichen Unsicherheit, ob und in welchem Umfang es noch gelingt, Abschlüsse zu realisieren, nun die zusätzliche Frage, welche davon direkt umsatzwirksam werden. In Reaktion darauf haben wir aus Vorsicht unsere Umsatzerwartung für 2021 etwas reduziert und kalkulieren nun mit 130,7 Mio. Euro (bisher: 137,7 Mio. Euro). Angepasst haben wir auch Aufwandsschätzungen und dabei den Personalaufwand, die SBA und die Steuern etwas reduziert, während der Ansatz für den Materialaufwand erneut angehoben wurde. In Summe ergibt sich daraus für das laufende Jahr eine neue EBIT-Schätzung von 18,7 und eine für den Jahresüberschuss von 13,8 Mio. Euro (bisher: 20,5 Mio. Euro und 14,6 Mio. Euro). Unsere bisherige Gewinnschätzung für 2021 wäre zwar noch immer erreichbar, wenn es im vierten Quartal gelingen sollte, das Lizenzergebnis aus Q2 zu wiederholen, doch halten wir dies eher für unwahrscheinlich.

Schätzung für Folgejahre kaum verändert

Da sich die Aufwandsänderungen größtenteils gegenseitig aufheben und die Umsatzänderung im Wesentlichen nicht einer reduzierten Geschäftsdynamik, sondern lediglich der vorsichtigeren Annahme bezüglich der Umsatzwirksamkeit geschuldet ist, sind die Annahmen für die Umsatz- und Margenentwicklung in den Folgejahren weitgehend unverändert geblieben. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums kalkulieren wir nun mit einem Umsatz von knapp 234 Mio. Euro und mit einer EBIT-Marge von 16,6 Prozent

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	130,7	155,0	167,4	179,1	191,7	205,1	219,4	233,7
Umsatzwachstum		18,6%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
EBIT-Marge	14,3%	13,8%	14,6%	15,1%	15,6%	16,0%	16,3%	16,6%
EBIT	18,7	21,4	24,5	27,1	30,0	32,7	35,8	38,7
Steuersatz	22,0%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,1	6,4	7,3	8,1	8,9	9,8	10,7	11,5
NOPAT	14,6	15,0	17,2	19,0	21,0	23,0	25,1	27,2
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	19,5	20,1	22,5	24,0	25,8	27,7	29,7	31,8
- Zunahme Net Working Capital	-3,2	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,6	-2,8
- Investitionen AV	-0,8	-6,3	-4,4	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7
Free Cashflow	15,6	12,3	16,4	17,7	19,2	20,7	22,5	24,2

SMC Schätzmodell

(bisher: 235 Mio. Euro bzw. 16,5 Prozent). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle auf oben auf dieser 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.

Diskontierungszins unverändert

Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,4 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 8,0 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins: 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor: 1,2), FK-Kosten von 4,0 Prozent, ein Ziel-FK-Anteil von 30 Prozent und ein Steuersatz für das Tax-Shield in Höhe von 30 Prozent zugrunde liegen.

Kursziel: 190,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,4 Prozent) ergibt sich hieraus ein fairer Wert in Höhe von 447 Mio. Euro bzw. 190,76 Euro je Aktie, woraus wir das unveränderte Kursziel von 190,00 Euro ableiten. Damit haben sich die Schätzungsänderungen und der leichte Diskontierungseffekt gegenseitig aufgehoben. Ebenfalls unverändert gelassen haben wir 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

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 145,56 und 288,15 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,4%	288,15	258,42	235,42	217,11	202,17
5,9%	250,73	228,50	210,80	196,36	184,37
6,4%	221,84	204,72	190,76	179,16	169,37
6,9%	198,86	185,36	174,15	164,68	156,59
7,4%	180,16	169,31	160,16	152,33	145,56

Fazit

GK Software hat im dritten Quartal den Wachstumskurs fortgesetzt und damit nach neun Monaten den Umsatz um 12 Prozent gesteigert. In Kombination mit dem stabilen Kostenniveau, der in Richtung von Lizenzeinnahmen (Einmallizenzen und SaaS-Gebühren) verschobenen Einnahmestruktur und dem Einmalertrag aus dem Verkauf der Tochter AWEK microdata konnte damit das EBIT um 155 Prozent gesteigert und der Nettoperiodenüberschuss mehr als verdreifacht werden. Aber auch ohne den Einmalgewinn aus der AWEK-Transaktion wurde das EBIT verdoppelt und eine EBIT-Marge von 12 Prozent erzielt.

Dabei wird die aktuelle Geschäftsdynamik von den Zahlen noch unterzeichnet, weil die Hälfte der diesjährigen Lizenzverkäufe, darunter auch mit zwei großen Händlern in den USA, in dem SaaS-Modell erfolgt und deswegen noch ohne eine nennenswerte Umsatzwirkung geblieben ist. Dabei beziffert das Un-

ternehmen das über die Vertragslaufzeit kumulierte Umsatzvolumen (inkl. der Implementierungsprojekte) allein der beiden US-Abschlüsse auf einen mittleren zweistelligen Millionenbetrag.

Damit zeichnet sich ab, dass die Händler das SaaS-Modell zunehmend akzeptieren, woraus sich für GK in Zukunft höhere und stabilere Erlöse ergeben sollten. Kurzfristig leidet aber die Umsatzdynamik darunter, weswegen wir unsere Schätzungen für das laufende Jahr nun etwas vorsichtiger ausgestaltet haben. Mittel- und langfristig sehen wir uns aber in unseren Schätzungen durch die jüngsten Entwicklungen vollauf bestätigt.

Dementsprechend sehen wir den fairen Wert der Aktie unverändert bei 190,00 Euro und bekräftigen auf dieser Grundlage das bisherige Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2020 Ist	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
AKTIVA									
I. AV Summe	56,5	56,4	57,6	56,6	56,1	55,8	55,7	55,7	55,9
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	31,6	32,8	33,9	34,8	35,7	36,5	37,1	37,8
II. UV Summe	54,2	86,5	84,8	101,6	120,0	138,9	158,3	178,1	198,1
PASSIVA									
I. Eigenkapital	48,7	81,5	95,6	111,3	127,8	145,2	163,2	181,8	200,6
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	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
2. Kurzfristiges FK	28,8	28,6	29,4	30,2	31,2	32,3	33,3	34,4	35,5
BILANZSUMME	110,7	142,9	142,3	158,2	176,0	194,7	214,0	233,8	254,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	2020 Ist	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatzerlöse	117,6	130,7	155,0	167,4	179,1	191,7	205,1	219,4	233,7
Gesamtleistung	118,4	130,7	155,0	167,6	179,1	191,7	205,1	219,4	233,7
Rohertrag	109,0	115,6	137,3	148,5	158,8	170,1	182,1	194,9	207,7
EBITDA	19,1	26,6	29,4	32,7	35,1	37,7	40,4	43,3	46,3
EBIT	10,5	18,7	21,4	24,5	27,1	30,0	32,7	35,8	38,7
EBT	9,1	17,7	21,2	24,4	27,2	30,2	33,2	36,4	39,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,3	13,8	14,9	17,1	19,1	21,2	23,3	25,5	27,7
JÜ	6,2	13,8	14,9	17,1	19,1	21,2	23,3	25,5	27,7
EPS	3,04	5,88	6,35	7,31	8,15	9,05	9,94	10,89	11,83

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2020 Ist	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
CF operativ	17,7	18,5	21,4	23,7	25,2	26,9	28,6	30,5	32,5
CF aus Investition	-3,0	-0,8	-6,3	-4,4	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7
CF Finanzierung	-11,3	14,3	-19,7	-5,5	-5,6	-6,8	-8,3	-10,0	-11,9
Liquidität Jahresanfa.	2,3	5,7	37,7	33,2	47,0	62,1	77,6	93,3	109,2
Liquidität Jahresende	5,7	37,7	33,2	47,0	62,1	77,6	93,3	109,2	125,0

Kennzahlen

Prozent	2020 Ist	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Umsatzwachstum	1,8%	11,1%	18,6%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
Rohertragsmarge	92,7%	88,5%	88,6%	88,7%	88,7%	88,7%	88,8%	88,8%	88,9%
EBITDA-Marge	16,2%	20,4%	19,0%	19,6%	19,6%	19,7%	19,7%	19,7%	19,8%
EBIT-Marge	9,0%	14,3%	13,8%	14,6%	15,1%	15,6%	16,0%	16,3%	16,6%
EBT-Marge	7,7%	13,5%	13,7%	14,6%	15,2%	15,8%	16,2%	16,6%	16,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,3%	10,5%	9,6%	10,2%	10,7%	11,1%	11,4%	11,6%	11,9%

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), 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 29.11.2021 um 11:15 Uhr fertiggestellt und am 29.11.2021 um 11:25 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
07.09.2021	Buy	190,00 Euro	1), 3), 4), 10)
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)

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.