

02. Mai 2022
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

Starke Zahlen und überzeugender Ausblick

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 130,40 € | Kursziel: 188,00 € (zuvor: 186,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

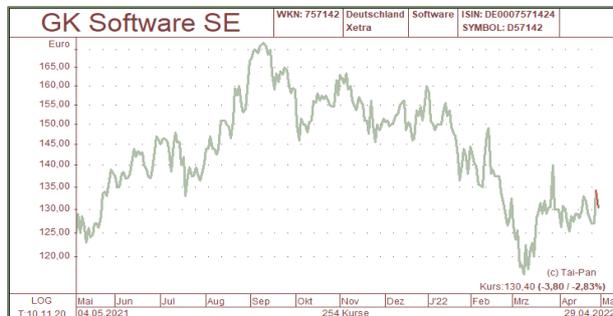
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

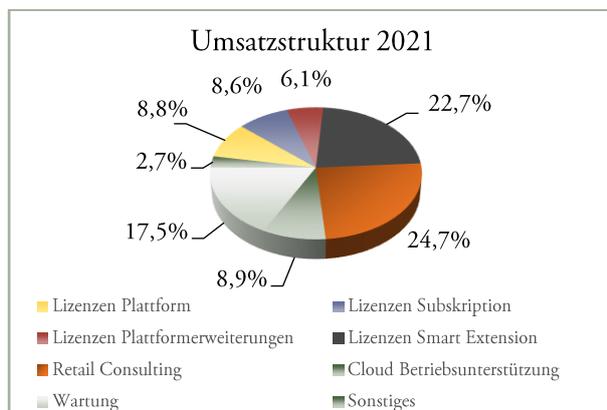
Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.096
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	130,40 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,26 Mio. Stück
Market-Cap:	294,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	277,5 Mio. Euro
Freefloat:	58,2 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	172,00 / 105,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	338,3 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat für 2021 starke Zahlen gemeldet. Wie schon im Vorjahr, war auch diesmal vor allem die Ergebnisentwicklung sehr dynamisch. Bei einem Umsatzwachstum um 11 Prozent wurde das EBITDA um mehr als 40 Prozent auf 26,8 Mio. Euro gesteigert, das EBIT legte um zwei Drittel auf 17,3 Mio. Euro zu und der Jahresüberschuss wurde auf 13,2 Mio. Euro mehr als verdoppelt. Auch der Free-Cashflow hat erneut deutlich zugelegt und erreichte mit 25,6 Mio. Euro (+74 Prozent) fast 20 Prozent der letztjährigen Erlöse. Auch wenn ein Teil der Gewinn- und Cashflow-Zuwächse auf den Einmaleffekt aus dem Verkauf der Tochter AWEK microdata zurückzuführen ist, spiegeln die Zahlen vor allem die neue operative Stärke von GK. Von der Profitabilitätsschwäche, die GK über mehrere Jahre belastet hatte, ist nichts mehr zu spüren, das angestrebte Margenziel von 15 Prozent, das der Vorstand unverändert im nächsten Jahr erreichen will, ist inzwischen deutlich näher gerückt. Auch sonst sind die Perspektiven überzeugend. Mit seinen Produkten, der aktuellen Entwicklungs-Pipeline, den Partnerschaften mit mehreren Platzhirschen der weltweiten IT-Branche und der bestehenden großen Kundenbasis ist GK Software bestens positioniert, um die Erfolgsgeschichte fortzuschreiben.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	115,4	117,6	130,8	145,2	161,2	172,5
EBIT (Mio. Euro)	3,4	10,5	17,3	19,8	23,0	25,4
Jahresüberschuss	-3,1	6,2	13,2	13,9	16,2	18,1
EpS	-1,55	3,04	5,83	6,14	7,19	7,99
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,60	1,00
Umsatzwachstum	8,8%	1,8%	11,3%	11,0%	11,0%	7,0%
Gewinnwachstum	-	-	111,8%	5,4%	17,1%	11,2%
KUV	2,55	2,51	2,25	2,03	1,83	1,71
KGV	-	47,4	22,4	21,2	18,1	16,3
KCF	-	16,6	12,7	14,9	13,3	12,6
EV / EBIT	80,9	26,3	16,0	14,0	12,1	10,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,8%

Zweistelliges Umsatzwachstum

Wie schon im März vorläufig gemeldet, hat GK Software im letzten Jahr das Erlöswachstum wieder deutlich beschleunigt und 130,8 Mio. Euro umgesetzt. Gegenüber der Vorperiode bedeutet das einen Zuwachs um 11,3 Prozent, der die operative Dynamik sogar etwas unterzeichnet, weil es durch den Verkauf der AWEK microdata im Mai auch einen negativen Entkonsolidierungseffekt im niedrigen siebenstelligen Bereich gab.



Quelle: Unternehmen

Umsatzschwerpunkt Dienstleistungen

Gegenüber dem Vorjahr hat sich die Umsatzstruktur spürbar verschoben, wobei weiterhin ein Schwerpunkt auf Dienstleistungen liegt. Innerhalb dieser Gruppe ist allerdings der Anteil der Umsätze, die mit kundenindividuellen Anpassungen und Erweiterungen der Standardsoftware erzielt werden, zugunsten der Einnahmen aus der Beratung und der Erstimplementierung der Software, die GK unter Retail Consulting führt, zurückgegangen. Dahinter verbirgt sich nach Aussage des Unternehmens tatsächlich auch eine Umlenkung der personellen Kapazitäten, um die Erstellung der Pilotinstallationen und den breiten Rollout bei den Neukunden zu beschleunigen. Dadurch verdreifachten sich die Einnahmen aus Retail Consulting auf 32,3 Mio. Euro, während sich die beiden anderen Dienstleistungsarten zusammen um 43 Prozent auf 37,7 Mio. Euro reduzierten. Insgesamt erzielte GK mit Dienstleistungen 70,0 Mio. Euro oder 54 Prozent der Gesamterlöse, nach 76,1 Mio. Euro bzw. 65 Prozent im Vorjahr.

SaaS-Anteil: 8,5 Prozent

Der Anteil der klassischen Softwarelizenzen (Lizenzen Plattform), die sich absolut um 10,7 Prozent auf 11,5 Mio. Euro erhöhten, blieb unverändert bei 8,8 Prozent. Angesichts der Tatsache, dass sich sieben der letztjährigen 15 Neukunden der Kernlösung CLOUD4RETAIL für das SaaS-Modell entschieden haben, weswegen die ersten Lizenzerlöse aus diesen Abschlüssen erst nach Abschluss der Einführungsprojekte und dem erfolgreichen Rollout fließen werden, ist das ein beachtliches Ergebnis, das vor allem durch einen sehr großen Lizenzdeal im südlichen Afrika ermöglicht wurde. Aus früheren Abschlüssen, vor allem aber durch die Beiträge der im letzten Jahr sehr erfolgreich gestarteten Fiskalisierungslösung Fiskal Cloud und der ebenfalls ausschließlich im SaaS-Modell vertriebenen KI-Lösung AIR (Artificial Intelligence for Retail) konnte GK zudem Lizenzeinnahmen aus Subskriptionsverträgen in Höhe von 11,2 Mio. Euro erzielen, womit diese 8,6 Prozent zum Konzernumsatz beitrugen. Im Vorjahr wurde diese Lizenzkategorie noch nicht separat ausgewiesen, auf Nachfrage beziffert GK das Volumen der letztjährigen SaaS-Einnahmen aber auf 4,2 Mio. Euro.

Hosting-Einnahmen verdoppelt

Ebenfalls deutlich gestiegen sind die Erlöse, die GK mit dem Hosting und dem Support der Cloud-Installationen erzielt (Cloud Betriebsunterstützung). Diese haben sich auf 11,7 Mio. Euro mehr als verdoppelt und tragen fast 9 Prozent zum Konzernumsatz bei. Minimal rückläufig waren 2021 die Wartungseinnahmen (-0,8 Prozent auf 22,9 Mio. Euro), deren Rückgang aber ausschließlich auf den Verkauf der AWEK microdata zurückzuführen ist. Organisch sind sie hingegen leicht gestiegen. Einen spürbaren Anstieg gab es schließlich im Bereich der sonstigen Erlöse, der sich vor allem durch die Hardware-Verkäufe an einige Kunden von Fiskal Cloud erklärt.

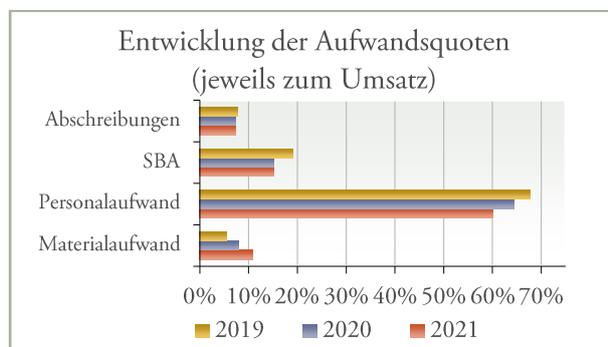
Materialaufwandsquote höher

Wegen dieser Hardware-Umsätze sowie der Vorleistungen (Hosting, Kryptografie) für das Geschäft mit Fiskal Cloud ist auch der Materialaufwand, wie schon im Vorjahr, überproportional gestiegen. Er erhöhte

sich um die Hälfte auf 14,2 Mio. Euro, so dass die Materialaufwandsquote zum zweiten Mal in Folge gestiegen ist (von 8,0 auf 10,8 Prozent).

...und Personalaufwandsquote niedriger

Demgegenüber konnte die Personalaufwandsquote erneut reduziert werden, und zwar um 4,2 Prozentpunkte auf 60,2 Prozent. Damit liegt sie inzwischen um 7,5 Prozentpunkte tiefer als noch 2019. Entscheidend dafür war die um 4,7 Prozent auf 1.086 reduzierte durchschnittliche Mitarbeiterzahl, was hauptsächlich auf den Abgang der 41 Beschäftigten von AWEK Microdata sowie auf das planmäßige Auslaufen des Geschäfts mit produktunabhängigen IT-Services für den Einzelhandel zurückzuführen ist, welches nach Unternehmensangaben im ersten Quartal 2022 vollständig eingestellt wurde. Die damit verbundenen Personalmaßnahmen waren nach Auskunft des Vorstands neben den Gehaltserhöhungen dafür verantwortlich, dass der Personalaufwand trotz der niedrigeren Mitarbeiterzahl um 4,1 Prozent und damit leicht gestiegen ist.



Quelle: Unternehmen

AWEK-Verkauf mit hohem Gewinnbeitrag

Ebenfalls etwas moderater als der Umsatz (+10,1 Prozent auf 19,7 Mio. Euro) haben die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zugelegt, deren Anstieg durch den erneuten Rückgang der Reisekosten gedämpft wurde, während der wichtigste Kostentreiber in diesem Bereich die Rechts- und Beratungskosten waren. Einen wichtigen ergebnisstützenden Effekt gab es in den sonstigen betrieblichen Erträgen, die sich durch den Gewinn aus dem AWEK-Verkauf (2,75 Mio.

Euro), die damit verbundenen steuerlichen Gutschriften (0,7 Mio. Euro) sowie durch deutlich höhere Erträge aus Währungsdifferenzen auf 8,7 Mio. Euro verdoppelt haben.

EBITDA +40 Prozent

Insgesamt konnte das EBITDA dadurch um 40 Prozent auf 26,8 Mio. Euro verbessert werden, womit der vorläufig gemeldete Wert (26,5 Mio. Euro) sogar leicht übertroffen wurde. Die EBITDA-Marge erhöhte sich infolgedessen um 4,3 Prozentpunkte auf 20,5 Prozent und damit auf den höchsten Wert seit 2011. Bereinigt um den AWEK-Verkauf betrug der EBITDA-Anstieg mit 22 Prozent etwas mehr als die Hälfte des berichteten Wertes und die EBITDA-Marge erhöhte sich auf 17,8 Prozent. Besonders stark hat diesmal das Amerika-Geschäft zum EBITDA-Anstieg beigetragen. Die nach der neuen Segmentierung in der Sparte Americas geführten Aktivitäten auf dem amerikanischen Doppelkontinent zeigten im letzten Jahr ein Umsatzwachstum um 6 Prozent und eine EBITDA-Verbesserung von 0,6 auf 3,9 Mio. Euro, womit mehr als die Hälfte des EBITDA-Anstiegs des Konzerns und sogar ein Großteil des um den AWEK-Verkauf bereinigten Ergebnisanstiegs dort erwirtschaftet wurde.

Geschäftszahlen	GJ 20	GJ 21	Änderung
Umsatz	117,56	130,85	+11,3%
EBITDA	19,08	26,79	+40,4%
EBITDA-Marge	16,2%	20,5%	
EBIT	10,54	17,31	+64,3%
EBIT-Marge	9,0%	13,2%	
EBT	9,09	16,45	+81,0%
EBT-Marge	7,7%	12,6%	
Nettoergebnis	6,21	13,16	+111,8%
Netto-Marge	5,3%	10,1%	
Free-Cashflow	14,74	25,64	+74,0%

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Verbesserte Profitabilität in Amerika

Noch stärker ist der Anstieg beim EBIT ausgefallen, das sich um fast zwei Drittel auf 17,3 Mio. Euro erhöhte. Auch hier wurde mit 13,2 Prozent die mit Abstand höchste Marge seit 2011 ausgewiesen. Eine noch bessere Entwicklung wurde durch eine im Zuge der Jahresabschlussarbeiten vorgenommene Wertkorrektur auf eine Immobilie verhindert, die sich aus einer Umgliederung innerhalb des Anlagevermögens ergeben hat. Dadurch wurde der bilanzielle Wertansatz vom Marktwert auf fortgeführte Anschaffungskosten umgestellt, woraus sich eine einmalige, nicht liquiditätswirksame Belastung in Höhe von 2 Mio. Euro ergeben hat. Dies führte dazu, dass sich die Abschreibungen um 11 Prozent auf 9,5 Mio. Euro erhöht haben.

Nettoergebnis mehr als verdoppelt

In Kombination mit einer rückläufigen Belastung aus dem Finanzergebnis (-0,9 nach -1,4 Mio. Euro) konnte das EBT um 81 Prozent auf 16,5 Mio. Euro gesteigert werden. Zugleich hat sich die rechnerische Steuerquote wegen höherer Ergebnisbeiträge aus steuerlich günstigeren Regionen und der weitgehenden Steuerfreiheit des Gewinns aus dem Verkauf der AWEK microdata GmbH von 31,1 auf 19,2 Prozent reduziert, so dass sich die Ertragssteuern mit 12 Prozent auf 3,2 Mio. Euro deutlich schwächer als das Vorsteuerergebnis erhöht und so ein überproportionales Wachstum des Nettogewinns um 112 Prozent auf 13,2 Mio. Euro ermöglicht haben.

Cashflow erneut erhöht

Die Ergebnisverbesserung wurde von einem steigenden operativen Cashflow begleitet, der sich um ein Drittel auf 23,2 Mio. Euro erhöht hat. Neben dem verbesserten Ergebnis war dafür auch ein in Summe positiver Beitrag aus der Veränderung des Nettoumlaufvermögens (+0,8 Mio. Euro) verantwortlich, in dem sich vor allem der Aufbau von Vertragsverbindlichkeiten und von Verbindlichkeiten aus Leistungen und Lieferungen widerspiegelt, während die Summe aus Vertragsvermögenswerten und Forderungen leicht zurückging. Vor allem durch den Zufluss aus dem

AWEK-Verkauf (4,5 Mio. Euro) drehte der Investitions-Cashflow gleichzeitig von -3,0 auf +2,4 Mio. Euro ins Plus, so dass sich der Free-Cashflow sogar um 74 Prozent auf 25,6 Mio. Euro verbesserte. Er entsprach damit fast 20 Prozent der letztjährigen Erlöse.

Hohe Nettoliquidität

Zusammen mit dem hohen Nettozufluss aus Finanzierungsaktivitäten (dank der Kapitalerhöhung im März 2021) hat sich die bilanzielle Liquidität 2021 von 9,4 auf 46,9 Mio. Euro erhöht. Sie stellt damit ein Drittel aller Assets dar, deren Summe sich im letzten Jahr um 30 Prozent auf 144,2 Mio. Euro erhöht hat. Abzüglich der Bankkredite, die sich letztes Jahr auf 4,5 Mio. Euro halbierten, und der im Herbst zur Rückzahlung anstehenden Wandelanleihe, die bei einer positiven Entwicklung des Aktienkurses im weiteren Jahresverlauf noch gewandelt werden könnte, verfügte GK zum Bilanzstichtag somit über eine Nettoliquidität von 27,8 Mio. Euro. Selbst unter Berücksichtigung der Leasingverbindlichkeiten (7,8 Mio. Euro) belief sich die Nettoliquidität immer noch auf 20,0 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote bei 58 Prozent

Massiv verbessert hat sich auch das Eigenkapital, das letztes Jahr um 72 Prozent auf 83,6 Mio. Euro gestiegen ist, wozu die Kapitalerhöhung im März 2021 wie auch der hohe Jahresüberschuss beigetragen haben. In Relation zur Bilanzsumme entspricht das einer um 14 Prozentpunkte verbesserten Eigenkapitalquote von 58 Prozent.

Mittelfristprognose bestätigt

Im Hinblick auf die weitere Entwicklung hat GK die bisherige Mittelfristprognose bestätigt, derzufolge bis 2023 ein Umsatzwachstum auf 160 bis 175 Mio. Euro und eine EBIT-Marge von 15 Prozent erreicht werden sollen. Auf die bisher genutzte Formulierung „spätestens bis 2023“ im Hinblick auf die EBIT-Marge, mit der die Möglichkeit einer rascheren Margenverbesserung in Aussicht gestellt wurde, hat GK nun verzichtet, was auch in der konkreten Prognose für 2022 zum Ausdruck kommt. Darin spricht GK

von einem Umsatzwachstum in derselben Größenordnung wie 2021 und von einer leichten Verbesserung der EBIT-Marge in Richtung des Mittelfristziels. Allerdings bleibt zu beachten, dass die EBIT-Marge des letzten Jahres signifikant von dem Ergebnisbeitrag des AWEK-Verkaufs profitiert hat, der sich dieses Jahr nicht wiederholen wird und daher durch organische Verbesserungen kompensiert werden muss.

Guter Jahresstart

Die Wachstumsprognose konnte GK bereits mit ersten Erfolgsmeldungen für das erste Quartal unterfüttern. Im Geschäftsbericht spricht das Unternehmen von einer „weiteren Verstetigung der positiven Entwicklung“ in den ersten Monaten und von einer positiven Entwicklung der finanziellen Indikatoren. Im Rahmen der Investoren- und Analystenkonferenz wurde zudem von einem großen Lizenzabschluss im ersten Quartal gesprochen, darüber hinaus bezeichnet das Unternehmen die aktuelle Vertriebs-Pipeline als sehr gut. Dies betrifft nicht nur die eigenen Vertriebsanstrengungen und die Partnerschaft mit SAP, sondern auch im zunehmenden Ausmaß die Zusammenarbeit mit IBM, die sich nach Aussage des Vorstands inzwischen in „sehr signifikanten vertrieblichen Impulsen“ bemerkbar macht, aus denen bald erste Abschlüsse resultieren könnten.

Umsatzwachstum geglättet

Insgesamt bargen die Zahlen, die GK schon im März vorläufig bekannt gegeben hatte, nun keine größere Überraschung. Das EBIT und der Jahresüberschuss haben zwar etwas unter unseren Schätzungen gelegen, doch hat dies ausschließlich mit der Wertkorrektur, die sich aus der Umbuchung einer Immobilie innerhalb des Anlagenvermögens ergeben hat, zu tun, und ist weder cash-wirksam noch relevant für die Beurteilung der operativen Ertragsstärke. Auch die bestätigte Prognose bis 2023 gibt wenig Anlass für Schätzungsanpassungen. Eine kleine Änderung haben wir aufgrund der nun konkreteren Prognose für 2022 aber doch vorgenommen. Und zwar haben wir nun für 2022 die Wachstumsrate aus 2021 (11 Prozent) übernommen und folgen damit der Unternehmens-Guidance. Bisher hatten wir 14,7 Prozent angenommen. Im Gegenzug haben wir aber die Erwartung für

2023 auf ebenfalls 11 Prozent erhöht (bisher: 8 Prozent), so dass in Summe der Umsatzpfad ab dem nächsten Jahr fast unverändert ist. Für das nächste Jahr erwarten wir somit Umsätze von 161,2 Mio. Euro und damit am unteren Ende der Mittelfristprognose des Unternehmens. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums kalkulieren wir, wie bisher, mit 240 Mio. Euro.

Margenpfad etwas offensiver

Etwas mutiger haben wir hingegen nun die Margenentwicklung modelliert. Wir sind diesbezüglich zwar noch immer deutlich vorsichtiger als GK selbst und unterstellen das Erreichen der 15-Prozent-Marke erst für 2025, doch wir haben den Abstand zur Guidance etwas reduziert. Damit reagieren wir auch auf die Tatsache, dass GK das eigene Margenziel trotz der größeren Herausforderungen (vor allem Inflation und die Gefahr ihres Überschuppens auf die Gehaltsforderungen) bestätigt hat. Auch hat das Unternehmen dies mit dem Hinweis auf eine sehr gut gefüllte Vertriebspipeline untermauert. Im Hinblick auf das laufende Jahr konnte GK bereits von einem guten ersten Quartal sowie vom Abschluss eines ersten großen Lizenzdeals berichten. Als wichtigen Aspekt stufen wir zudem ein, dass der Ergebnisbeitrag aus Amerika, der die Konzernprofitabilität in den letzten Jahren spürbar geschmälert hatte, letztes Jahr einen großen Sprung gemacht hat. Schließlich werden ab dem kommenden Jahr die zahlreichen SaaS-Verträge, die 2021 akquiriert wurden, zunehmend einen margenstarken Beitrag zu den Subskriptionslizenzen leisten. Insgesamt haben wir die Schätzung der EBIT-Marge für dieses Jahr deswegen um 0,6 Prozentpunkte auf 13,6 Prozent erhöht, für das nächste Jahr kalkulieren wir mit einem weiteren Anstieg auf 14,3 Prozent (bisher: 13,0 resp. 13,5 Prozent). Anschließend verläuft die Entwicklung aber flacher als bisher, so dass die Zielmarge für das Jahr 2029 fast unverändert bei 16,6 Prozent liegt (bisher: 16,5 Prozent).

Gewinnschätzung geringfügig höher

Aus der Kombination der etwas niedrigeren Umsatzzuschätzung und der höheren Marge ergibt sich für 2022 nun eine Gewinnschätzung, die mit 13,9 Mio. Euro nur geringfügig über dem alten Wert (13,6 Mio.

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	145,2	161,2	172,5	184,6	197,5	211,3	225,1	239,7
Umsatzwachstum		11,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
EBIT-Marge	13,6%	14,3%	14,7%	15,3%	15,7%	16,0%	16,3%	16,6%
EBIT	19,8	23,0	25,4	28,2	31,0	33,9	36,7	39,8
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	5,9	6,9	7,6	8,4	9,2	10,1	11,0	11,9
NOPAT	13,9	16,2	17,9	19,8	21,8	23,8	25,8	27,9
+ Abschreibungen & Amortisation	4,6	4,9	4,6	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2
+ 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	18,5	21,1	22,4	24,2	26,0	28,0	30,0	32,2
- Zunahme Net Working Capital	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,3	-2,6	-2,8	-3,1
- Investitionen AV	-6,0	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,6
Free Cashflow	11,0	15,1	16,2	17,7	19,2	20,9	22,7	24,5

SMC Schätzmodell

Euro) liegt. Anders verhält es sich für 2023, wo eine fast unveränderte Umsatzschätzung auf eine höhere Marge trifft, weswegen wir für das nächste Jahr nun von einem Nettogewinn von 16,2 Mio. Euro ausgehen, 0,9 Mio. Euro mehr als bisher. Anschließend nimmt der Abstand zu den alten Schätzwerten aber wieder kontinuierlich ab. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle 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 2030 setzen wir das EBIT des Jahres 2029 an und kalkulieren anschließend mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent p.a.

WACC leicht erhöht

Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir mit einem WACC-Satz von 6,7 Prozent, der damit um 0,3 Prozentpunkte höher liegt als bisher. Zurückzuführen ist die Anhebung auf den reduzierten Fremdkapitalanteil, den wir wegen der rasch fortschreitenden Reduktion der Bankkredite

und dem zuletzt nur moderaten Anstieg des Nettoumlaufvermögens und somit auch der daraus resultierenden Finanzierungsanforderungen von zuvor 30 auf nun 25 Prozent gesenkt haben. Demgegenüber sind sowohl die Eigenkapitalkosten von 8,0 Prozent (bestehend aus: sicherer Zins 1,0 Prozent, Risikoprämie 5,8 Prozent, Betafaktor 1,2) als auch die FK-Kosten (4,0 Prozent) und der Steuersatz für das Tax-Shield in Höhe von knapp 30 Prozent unverändert geblieben.

Kursziel: 188,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,7 Prozent) ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 424,1 Mio. Euro bzw. 187,79 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 188,00 Euro ableiten. Die minimale Erhöhung gegenüber dem letzten Update (186,00 Euro) resultiert aus der Kombination der leicht höheren Gewinnschätzungen und des angehobenen Diskontierungssatzes. 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.

Fazit

GK Software hat sich 2021 sehr erfolgreich entwickelt. Das Unternehmen konnte das Umsatzwachstum mit einem Anstieg um 11 Prozent auf 130,8 Mio. Euro fortsetzen und dabei die Profitabilität erneut deutlich verbessern: Während das EBIT um fast zwei Drittel auf 17,3 Mio. Euro gesteigert wurde, hat sich der Jahresüberschuss auf 13,2 Mio. Euro mehr als verdoppelt. Die EBIT-Marge erhöhte sich infolgedessen auf 13,2 Prozent und lag damit zum ersten Mal seit 2011 wieder im zweistelligen Bereich.

Die Ergebnisverbesserung war zwar teilweise dem Einmalertrag aus dem Verkauf einer nicht zum Kerngeschäft gehörenden Beteiligung zu verdanken, doch auch operativ hat GK die Profitabilität spürbar verbessert. Eine wichtige Rolle spielten dabei unter anderem die steigenden Beiträge der margenstarken Subskriptionserlöse sowie die Effizienzfortschritte im Amerikageschäft.

Auch die Perspektiven sind unverändert vielversprechend. GK adressiert mit seinen modernen Produkten

einen Markt mit einem großen und wachsenden Bedarf, kann seinen Marktanteil ausbauen und expandiert auf der Grundlage der Partnerschaften mit mehreren Global Playern in immer weitere Regionen.

Auf dieser Grundlage scheint die Erwartung einer Fortsetzung des Wachstumskurses gut begründet, zumal der fortschreitende Übergang zum SaaS-Modell für eine kumulative Entwicklung der wiederkehrenden Erlöse sorgen wird. Das dürfte auch der wichtigste Treiber für die angestrebte Margenentwicklung sein. Diesbezüglich hat sich GK das Ziel gesetzt, schon nächstes Jahr eine EBIT-Marge von 15 Prozent zu erreichen.

Wir sind im Hinblick auf die Profitabilitätsentwicklung etwas vorsichtiger, sehen aber gleichwohl für die Aktie ein hohes Potenzial. Nach der Aktualisierung unserer Schätzungen lautet unser Kursziel nun 188,00 Euro, auf dessen Basis wir das Urteil „Buy“ bestätigen.

Anhang I: SWOT-Analyse

Stärken

- Führender Softwareanbieter für den Einzelhandel mit einer breiten und renommierten Kundenbasis.
- Technologie- und Innovationsführerschaft ermöglicht stetige Marktanteilsgewinne.
- Umfassende Partnerschaft mit SAP, die inzwischen auch durch Kooperationen mit anderen IT-Riesen wie IBM, Microsoft oder Amazon flankiert wird.
- Hohe Wachstumsdynamik in den letzten Jahren, die vor allem von einer zunehmenden Internationalisierung getragen wird.
- Zuletzt sehr deutliche Profitabilitätsfortschritte.
- Sehr stabile Aktionärs- und Führungsstruktur mit HV-Mehrheit in Gründerhand.
- Exzellente Bilanzstruktur mit hohem Net-Cash.

Chancen

- Hoher Kostendruck und technologischer Wandel im Einzelhandel dürften den Bedarf an modernen IT-Lösungen weiter erhöhen. Zusätzlich hat die Corona-Krise die Themen Digitalisierung und Omnichannel im Einzelhandel weiter beflügelt.
- Die Auslandsmärkte bieten noch große Potenziale für Marktanteilszugewinne. Insbesondere der US-Markt und Asien bieten großes Potenzial.
- Mit der Entwicklung neuer Lösungen werden laufend neue Potenziale bei Bestandskunden sowie neuen Kundensegmente erschlossen. Nach dem exzellenten Marktstart von Fiskal Cloud verknüpft GK große Erwartungen mit der Big-Data-Lösung GK Spot.
- Die Vertriebspipeline ist weiterhin sehr gut gefüllt.
- Der rasche Ausbau des SaaS-Geschäfts dürfte die Stetigkeit der Erlösentwicklung verbessern und den Margenanstieg stützen.

Schwächen

- Die Umsätze und Erträge einzelner Jahre werden teilweise in hohem Ausmaß von wenigen Großkunden und -projekten beeinflusst.
- Die Ergebnisentwicklung wird noch stark von den volatilen Produktlizenzausschlüssen determiniert, die in der Vergangenheit oft erst in den letzten Wochen des Jahres erzielt wurden.
- Der hohe Dienstleistungsanteil begrenzt die Skalierungspotenziale des Geschäftsmodells und bedingt erhöhte Auslastungsrisiken.
- Das angestrebte Margenniveau von 15 Prozent wurde trotz der erzielten Fortschritte noch nicht erreicht.
- Der Übergang auf das SaaS-Modell bremst temporär die Wachstumsdynamik.

Risiken

- Die Corona-Pandemie könnte die wirtschaftliche Situation und die Investitionsfähigkeit des Non-Food-Einzelhandels dauerhaft beschädigt haben.
- Aus dem russischen Überfall auf die Ukraine könnten sich weitreichende wirtschaftliche Bremseffekte ergeben, bisher berichtet GK von verlorenen fortgeschrittenen Vertriebsopportunitäten.
- Eine angestrebte Akquisition in Asien birgt zusätzliche Risiken bei der Auswahl, der Bewertung und vor allem der Integration des Zielunternehmens.
- Eine beschleunigte Expansion vor allem im Ausland könnte weitere Profitabilitätsfortschritte erschweren oder gar die bisherigen umkehren.
- Probleme bei einem Großprojekt oder der Verlust eines Großkunden würden sich spürbar auf die Umsatz- und vor allem auf die Gewinnzahlen auswirken. Darüber hinaus könnte der damit verbundene Reputationsschaden das künftige Neugeschäft erschweren.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
AKTIVA									
I. AV Summe	53,2	54,5	53,8	53,5	53,5	53,7	54,0	54,3	54,7
1. Immat. VG	24,0	24,1	22,2	20,8	19,9	19,2	18,8	18,5	18,2
2. Sachanlagen	29,0	30,2	31,4	32,5	33,4	34,3	35,0	35,6	36,2
II. UV Summe	91,0	88,8	104,5	121,6	139,3	157,4	176,0	194,9	215,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	83,6	97,5	112,3	128,0	144,5	161,6	179,3	197,2	216,6
II. Rückstellungen	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,4	3,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	28,6	13,0	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	11,8	11,8
2. Kurzfristiges FK	29,6	30,2	31,2	32,2	33,2	34,3	35,3	36,7	37,8
BILANZSUMME	144,2	143,3	158,3	175,1	192,8	211,1	230,0	249,2	269,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	130,8	145,2	161,2	172,5	184,6	197,5	211,3	225,1	239,7
Gesamtleistung	130,8	145,2	161,4	172,5	184,6	197,5	211,3	225,1	239,7
Rohertrag	116,7	129,6	144,1	154,0	164,7	176,3	188,6	200,9	213,9
EBITDA	26,8	27,2	30,7	32,8	35,3	38,0	40,9	43,7	46,8
EBIT	17,3	19,8	23,0	25,4	28,2	31,0	33,9	36,7	39,8
EBT	16,5	19,7	23,1	25,7	28,7	31,6	34,7	37,7	40,8
JÜ (vor Ant. Dritter)	13,3	13,9	16,2	18,1	20,1	22,2	24,3	26,4	28,7
JÜ	13,2	13,9	16,2	18,1	20,1	22,2	24,3	26,4	28,7
EPS	5,83	6,14	7,19	7,99	8,91	9,83	10,77	11,71	12,69

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	23,2	19,7	22,1	23,4	25,1	26,9	28,7	30,6	32,6
CF aus Investition	2,4	-6,0	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,6
CF Finanzierung	15,5	-18,6	-5,1	-5,2	-6,4	-7,8	-9,4	-11,3	-12,0
Liquidität Jahresanfa.	5,7	46,9	42,0	54,9	68,8	83,2	97,8	112,6	127,4
Liquidität Jahresende	46,9	42,0	54,9	68,8	83,2	97,8	112,6	127,4	143,4

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	11,3%	11,0%	11,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
Rohtragsmarge	89,2%	89,2%	89,4%	89,3%	89,3%	89,3%	89,3%	89,3%	89,3%
EBITDA-Marge	20,5%	18,7%	19,0%	19,0%	19,2%	19,2%	19,3%	19,4%	19,5%
EBIT-Marge	13,2%	13,6%	14,3%	14,7%	15,3%	15,7%	16,0%	16,3%	16,6%
EBT-Marge	12,6%	13,6%	14,3%	14,9%	15,5%	16,0%	16,4%	16,7%	17,0%
Netto-Marge (n.A.D.)	10,1%	9,5%	10,1%	10,5%	10,9%	11,2%	11,5%	11,7%	12,0%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
5,7%	277,58	251,14	230,36	213,60	199,79
6,2%	243,20	223,16	206,99	193,67	182,52
6,7%	216,23	200,64	187,79	177,03	167,88
7,2%	194,53	182,13	171,75	162,92	155,32
7,7%	176,69	166,67	158,15	150,82	144,44

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), 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 02.05.2022 um 9:35 Uhr fertiggestellt und am 02.05.2022 um 10:15 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
30.03.2022	Buy	186,00 Euro	1), 3), 4), 10)
29.11.2021	Buy	190,00 Euro	1), 3), 4), 10)
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)

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.