

05. Dezember 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

Ein rundum überzeugendes Bild

Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 140,00 € | **Kursziel:** 192,00 € (zuvor: 176,00 €)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

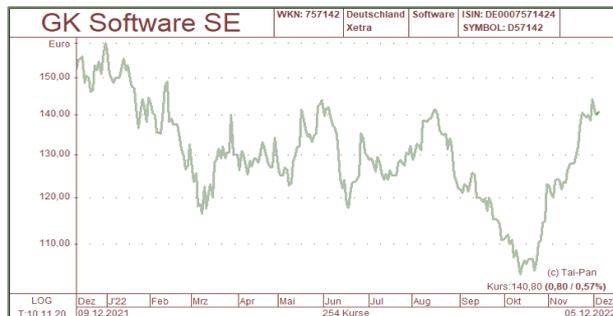
Telefon: +49 (0) 251-13476-93

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:	1.144
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	140,00 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,26 Mio. Stück
Market-Cap:	316,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	281,6 Mio. Euro
Freefloat:	58,2 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	163,50 / 99,20 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	208,8 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat die Wachstumsdynamik im dritten Quartal weiter erhöht und den Umsatz um 21 Prozent gesteigert, was mehr als eine Verdopplung des Quartalsgewinns ermöglichte. In Summe der ersten neun Monate ergeben sich daraus ein Umsatzwachstum um 18 Prozent auf 113,0 Mio. Euro, ein EBIT-Anstieg um 21 Prozent auf 17,2 Mio. Euro und eine Zunahme des Nettogewinns um 23 Prozent auf 13,2 Mio. Euro. Obwohl im Vorjahr ein hoher Einmalbeitrag aus dem Verkauf einer Tochtergesellschaft vereinbart worden war, konnte GK dies im laufenden Jahr mehr als kompensieren und den Gewinn erneut überproportional steigern. Die EBIT-Marge erhöhte sich infolgedessen zum ersten Mal seit 2011 auf über 15 Prozent und damit auf das Niveau, welches GK auf Gesamtjahresbasis spätestens für 2023 anstrebt. Angesichts der Tatsache, dass sich GK derzeit mitten im Übergang auf das SaaS-Modell befindet, das in vielen Fällen mit temporären Wachstums- und Margenschwächen einhergeht, ist die gezeigte Dynamik beeindruckend. Wir haben unsere Schätzungen in Reaktion auf die guten Q3-Zahlen leicht angehoben und erwarten den diesjährigen Umsatz nun bei knapp 150 Mio. Euro und das EBIT bei 20,9 Mio. Euro.

GJ-Ende: 31.12.	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Umsatz (Mio. Euro)	115,4	117,6	130,8	149,8	166,3	177,9
EBIT (Mio. Euro)	3,4	10,5	17,3	20,9	24,1	26,4
Jahresüberschuss	-3,1	6,2	13,2	14,7	17,1	18,8
EpS	-1,55	3,04	5,83	6,49	7,55	8,34
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,60	1,00
Umsatzwachstum	8,8%	1,8%	11,3%	14,5%	11,0%	7,0%
Gewinnwachstum	-	-	111,8%	11,4%	16,4%	10,4%
KUV	2,74	2,69	2,42	2,11	1,90	1,78
KGV	-	50,9	24,0	21,6	18,5	16,8
KCF	-	17,8	13,6	15,8	14,0	13,2
EV / EBIT	82,1	26,7	16,3	13,5	11,7	10,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,7%

Dynamik weiter erhöht

GK Software hat das Umsatzwachstum im dritten Quartal fortgesetzt. Mit einem Anstieg um 21 Prozent auf 37,9 Mio. Euro wurde das Tempo gegenüber dem ersten Halbjahr weiter erhöht, so dass in Summe der ersten neun Monate ein Wachstum um 18 Prozent auf 113,0 Mio. Euro erreicht wurde. Die Dynamik im Kerngeschäft wird hiervon sogar etwas unterzeichnet, da in den Vorjahreszahlen noch ein Beitrag von 3,3 Mio. Euro aus inzwischen verkauften bzw. eingestellten Aktivitäten im Segment IT-Services enthalten war. Demgegenüber wurden im laufenden Jahr hier lediglich 0,5 Mio. Euro umsatzwirksam verbucht. Besonders stark entwickelt sich derzeit das Geschäft in dem geographischen Segment Amerika, dessen Umsatz nach neun Monaten um 37 Prozent über Vorjahr liegt. Allerdings ist diese überdurchschnittliche Performance teilweise auch auf die Aufwertung des US-Dollars zurückzuführen.

SaaS-Einnahmen steigen um 57 Prozent

Heruntergebrochen auf die einzelnen Einnahmearten wurde das stärkste Wachstum (+62 Prozent) bei den Lizenzen aus kundenindividuellen Plattformerweiterungen erzielt, gefolgt von den Lizenzen aus Subskriptionsverträgen (SaaS), die um 57 Prozent auf rund 12 Mio. Euro zugelegt haben. Ein weiterer steiler Anstieg ist hier bereits vorprogrammiert, sobald die Implementierungsprojekte bei den zahlreichen Neukunden der letzten Jahre abgeschlossen sind. Allerdings können zwischen dem Vertragsabschluss und der Produktivsetzung der Systeme in Einzelfällen bis zu zwei Jahre vergehen, weswegen auch der Beitrag der in diesem Jahr gewonnenen drei wesentlichen Neukunden, die sich allesamt für das SaaS-Modell entschieden haben, zunächst in den Dienstleistungserlösen und erst später in Subskriptionslizenzen sichtbar werden wird. Um diese Zeitspanne zu verkürzen, erwägt GK, bei künftigen Verträgen die SaaS-Wirksamkeit etwas vorzuziehen. Dies dürfte umso wichtiger sein, je weniger Kunden sich für die Einmallizenzen entscheiden. Im laufenden Jahr sind die damit erzielten Einnahmen durch die verlängerte Zusammenarbeit mit Lidl sogar noch einmal um 15 Prozent gestiegen, doch in der aktuellen Vertriebs-Pipeline dominieren nach Aussage des Unternehmens nun ganz klar Projekte, die im Er-

folgsfall wahrscheinlich im SaaS-Modell umgesetzt werden.

Materialaufwand normalisiert

Entgegen dem Umsatztrend konnte der Materialaufwand im Neunmonatszeitraum um 6 Prozent auf 9,5 Mio. Euro reduziert werden, wofür zwei Effekte maßgeblich verantwortlich waren. Zum einen ist mit der Einstellung des Segments IT-Services ein Geschäft mit einer tendenziell höheren Hardwareintensität entfallen und zum anderen hatte es im dritten Quartal 2021 einen einmaligen Sondereffekt gegeben (Hardware-Verkauf für einen Kunden von Fiskal Cloud), der seinerzeit für einen starken Anstieg des Materialaufwands gesorgt hatte. Separat betrachtet hat sich der Materialaufwand im dritten Quartal im Vorjahresvergleich deswegen um fast die Hälfte reduziert. Rückläufig waren im bisherigen Jahresverlauf auch die Abschreibungen (-12 Prozent auf 5,1 Mio. Euro), während der Personalaufwand um 13 Prozent auf 65,7 Mio. Euro zugelegt hat. Damit hat sich der Anstieg, der sowohl die um knapp 7 Prozent erhöhte Mitarbeiterzahl als auch eine spürbare Zunahme der durchschnittlichen Gehälter widerspiegelt, im Jahresverlauf zwar beschleunigt, liegt damit aber weiterhin unter dem Umsatzwachstum. Das gilt auch separat für das dritte Quartal.

Geschäftszahlen	9M 21	9M 22	Änderung
Umsatz	95,74	113,04	+18,1%
EBITDA	19,99	22,24	+11,2%
<i>EBITDA-Marge</i>	20,9%	19,7%	
EBIT	14,23	17,19	+20,8%
<i>EBIT-Marge</i>	14,9%	15,2%	
EBT	13,38	16,09	+20,2%
<i>EBT-Marge</i>	14,0%	14,2%	
Nettoergebnis	10,76	13,19	+22,6%
<i>Netto-Marge</i>	11,2%	11,7%	
Free-Cashflow	23,75	1,03	-95,6%

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

SBA kräftig gestiegen

Einen sehr kräftigen Anstieg (+56 Prozent auf 20,7 Mio. Euro) gab es bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen, worin sich u.a. die wegen der Beruhigung der Pandemielage wieder normalisierenden Reise- und Messeaktivitäten, höhere Ausgaben für IT-Sicherheit sowie Investitionen für den weltweiten Schutz der im letzten Jahr neu konzipierten Marke bemerkbar machen. Auch haben sich hier die negativen Währungseffekte (1,8 Mio. Euro) aus der Höherbewertung der in US-Dollar denominierten Verbindlichkeiten innerhalb des Konzerns ausgewirkt, denen aber im Bereich der sonstigen betrieblichen Erträge ein positiver Währungseffekt in Höhe von 3,2 Mio. Euro gegenüber stand. Dieser hat dazu beigetragen, den Rückgang der sonstigen Erträge, die im Vorjahr durch den Gewinn aus dem Verkauf der AWEK microdata GmbH in Höhe von 2,75 Mio. Euro auf 5,6 Mio. Euro angestiegen waren, auf lediglich 9 Prozent auf 5,1 Mio. Euro zu begrenzen. Kumuliert hat sich aber der negative Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen im Vorjahresvergleich von -7,6 auf -15,6 Mio. Euro mehr als verdoppelt.

EBIT-Marge über 15 Prozent

Anders als noch im ersten Halbjahr, ist es GK aber in Summe der ersten neun Monate trotzdem gelungen, den letztjährigen Einmalgewinn aus dem AWEK-Verkauf zu kompensieren und das Ergebnis zu steigern. Das EBITDA erhöhte sich um 11 Prozent auf 22,2 Mio. Euro, während das EBIT (+21 Prozent auf 17,2 Mio. Euro), das EBT (+20 Prozent auf 16,1 Mio. Euro) und der Nettoüberschuss (+23 Prozent auf 13,2 Mio. Euro) sogar überproportional zum Umsatz gesteigert werden konnten. Die EBIT-Marge lag nach neun Monaten bei 15,2 Prozent und damit erstmals auf dem im Rahmen der aktuellen Mittelfristprognose spätestens für 2023 angestrebten Niveau.

Operativer Cashflow weiter erhöht

Im Gleichschritt mit dem höheren Ergebnis hat auch der operative Cashflow weiter zugelegt, der sich im Neunmonatszeitraum auf 23,7 Mio. Euro belaufen hat, 12 Prozent mehr als vor einem Jahr. Der Investi-

tions-Cashflow, der letztes Jahr wegen der Zuflüsse aus dem AWEK-Verkauf noch positiv gewesen war, ist hingegen mit -22,7 Mio. Euro deutlich ins Minus gewechselt, wovon allerdings 20 Mio. Euro auf den Kauf von Wertpapieren zum Parken von Liquidität entfielen. Ein Vorzeichenwechsel gab es auch im Finanzierungs-Cashflow, der letztes Jahr von den Zuflüssen aus der Eigenkapitalerhöhung profitiert hatte, im Berichtszeitraum aber nur noch von den Abflüssen für Zinsen, Tilgungen und Leasing geprägt wurde und sich auf -4,8 Mio. Euro summierte.

Wandelanleihe getilgt

Insgesamt reduzierte sich die bilanzielle Liquidität damit von 46,9 Mio. Euro zu Jahresbeginn auf nun 43,3 Mio. Euro. Zuzüglich der in diesem Jahr erworbenen Wertpapiere hat sie die Liquidität aber sehr deutlich auf 63,3 Mio. Euro erhöht, womit sie per Ende September 39 Prozent der Bilanzsumme von 163,4 Mio. Euro ausmachte. Inzwischen dürfte sich sowohl die Liquidität als auch die Bilanzsumme wieder reduziert haben, weil GK Ende Oktober die Wandelanleihe im Volumen von 15,0 Mio. Euro zurückgezahlt hat. Dadurch dürfte sich auch die Eigenkapitalquote weiter erhöht haben, die sich zum Ende des dritten Quartals auf 60,4 Prozent belief.

Prognose bestätigt

Auf der Grundlage der guten Zahlen für die ersten neun Monate hat GK die Prognose für das laufende Jahr bestätigt und strebt weiterhin eine Umsatzsteigerung in der Größenordnung des letzten Jahres sowie eine leichte Verbesserung der EBIT-Marge in Richtung des Mittelfristziels an. Dieses liegt weiterhin bei einer EBIT-Marge von 15 Prozent ab 2023, auch das mittelfristige Umsatzziel (160 bis 175 Mio. Euro im Jahr 2023) wurde bestätigt.

Schätzungen erhöht

Wir hatten bisher für dieses Jahr mit einem Umsatzwachstum um 11 Prozent auf 145,2 Mio. Euro gerechnet, sehen diese Marke nach den starken Q3-Zahlen aber inzwischen als zu vorsichtig an. Deswegen kalkulieren wir nun mit knapp 150 Mio. Euro, was für das vierte Quartal ein Wachstum von lediglich 5

Prozent (gegenüber dem Vorjahr) erfordern würde. Angesichts der trendmäßig steigenden SaaS-Einnahmen und der hohen Auslastung durch die Implementierungs- und Anpassungsprojekte dürfte dies auch bei Abwesenheit größerer Deals mit Einmallyzenzen gut erreichbar sein. Die Wachstumsraten für die nächsten Jahre haben wir hingegen unverändert gelassen, woraus sich in Kombination mit dem höheren Startwert aus 2022 eine insgesamt geringfügig nach oben verschobene Umsatzreihe ergibt. Für 2023 rechnen wir nun mit einem Umsatz von 166 Mio. Euro (bisher: 161 Mio. Euro), der Zielumsatz für 2029 liegt nun bei 247 Mio. Euro (zuvor: 240 Mio. Euro).

Marge etwas höher

Weitere Änderungen haben sich durch die Aktualisierung der Aufwandsquoten anhand der Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf ergeben. Auf EBITDA-Ebene haben sich die Änderungen dabei weitgehend aufgehoben, doch die EBIT-Marge für 2022 hat sich leicht auf 14,0 Prozent erhöht (bisher: 13,6 Prozent). Für 2023 kalkulieren wir nun statt mit 14,3 mit 14,5 Prozent, womit wir aber noch immer unter der GK-eigenen Zielsetzung liegen. Trotz der in diesem Jahr erzielten Fortschritte sehen wir diesen vorsichtigen Ansatz gerechtfertigt, weil es grundsätzlich mehrere Aspekte gibt, welche die Margenentwicklung im

nächsten Jahr belasten könnten. Dazu gehört insbesondere das Thema Personalkosten, aber auch die beschleunigte Verschiebung der Einnahmestruktur in Richtung Subscription, die sowohl 2021 als auch im bisherigen Verlauf 2022 durch große Deals mit Einmallyzenzen aufgefangen wurde, könnte bei Fehlen einer solchen Kompensation im nächsten Jahr die Margenentwicklung dämpfen. Schließlich könnte sich eine Verschiebung der Zinsrelation zugunsten des Euro in ergebniswirksamen Währungseffekten mit umgekehrten Vorzeichen (verglichen mit dem laufenden Jahr) bemerkbar machen. In absoluten Zahlen sorgen die höheren Umsatzschätzungen und die leicht erhöhte Marge für erhöhte Ergebniserwartungen: das diesjährige EBIT erwarten wir nun bei 20,9 Mio. Euro und den Nettogewinn bei 6,49 Euro je Aktie (bisher: 19,8 Mio. Euro bzw. 6,14 Euro). Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2022 bis 2029 zeigt die Tabelle unten auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich 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.

Mio. Euro	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029
Umsatzerlöse	149,8	166,3	177,9	190,4	203,7	218,0	232,2	247,2
Umsatzwachstum		11,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
EBIT-Marge	14,0%	14,5%	14,8%	15,3%	15,7%	16,0%	16,3%	16,6%
EBIT	20,9	24,1	26,4	29,2	31,9	34,9	37,8	41,0
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,2	7,2	7,9	8,7	9,5	10,4	11,3	12,2
NOPAT	14,7	16,9	18,5	20,5	22,4	24,5	26,5	28,8
+ Abschreibungen & Amortisation	4,2	4,5	4,4	4,3	4,2	4,2	4,2	4,3
+ 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	18,8	21,4	22,9	24,7	26,6	28,7	30,7	33,0
- Zunahme Net Working Capital	-1,6	-1,8	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7	-2,9	-3,2
- Investitionen AV	-5,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,7
Free Cashflow	12,2	15,3	16,5	18,1	19,7	21,4	23,2	25,1

SMC Schätzmodell

WACC unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Den aus unseren Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktrisiko-prämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein Eigenkapitalkostensatz von 8,5 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 25,0 Prozent und einem Steuersatz für den Tax Shield von 29,8 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 7,1 Prozent.

Kursziel: 192,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,1 Prozent) ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 433,5 Mio. Euro bzw. 191,97 Euro je Aktie, woraus wir das etwas erhöhte Kursziel von 192,00 Euro ableiten. Unverändert geblieben ist 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. Allerdings hat GK in dieser Hinsicht inzwischen große Fortschritte erzielt, so dass die entscheidende Rolle, welche das Jahresendgeschäft in der Vergangenheit für die Jahreszahlen gespielt hatte, nicht mehr in dem Ausmaß gegeben ist. Mit dem Fortschreiten der Umsatzverschiebung in Richtung der SaaS-Erlöse wird sich dieser Trend weiter fortsetzen, weswegen wir erwägen, die Risikoeinschätzung unserer Schätzungen zukünftig abzusenken.

Fazit

Das positive Momentum bei GK Software hält an. Im dritten Quartal konnte das Unternehmen das Umsatzwachstum sogar weiter beschleunigen, so dass nach neun Monaten ein Umsatzanstieg um 18 Prozent auf 113,0 Mio. Euro in den Büchern steht. Das EBIT und das Nettoergebnis konnten sogar leicht überproportional verbessert werden – und das, obwohl der Vorjahreswert von einem hohen positiven Einmalertrag profitiert hatte.

Bemerkenswerterweise schafft GK diese hohe Umsatz- und Gewinndynamik in einer Phase des Übergangs von Einmallyzenzen auf das Subscription-Modell, in welcher eine temporäre Wachstums- und Margenschwäche nicht unüblich ist. Mit dem fortschreitenden Anstieg der wiederkehrenden SaaS-Erlöse, der wachsenden Kundenbasis, aus der erfahrungsgemäß laufend ein hohes Volumen an zusätzlichem Geschäft

erwächst, und nicht zuletzt durch die hohe Innovationskraft verfügt GK über mehrere starke Wachstumstreiber, die eine Fortsetzung der erfolgreichen Entwicklung erwarten lassen. Besondere Erwartungen werden mit der Big-Data-Lösung GK Spot verknüpft, die unter anderem eine neue Dimension der Echtzeit-Personalisierung der Kundenansprache ermöglichen soll und die GK auf den Branchenmessen im Frühjahr präsentieren will.

Insgesamt sehen wir uns durch die Q3-Zahlen und die allgemeine Entwicklung von GK in unserer positiven Einschätzung erneut bestätigt. Nach einer leichten Anhebung unserer Schätzungen liegt unser Kursziel nun bei 192,00 Euro, unser Urteil lautet weiterhin „Buy“.

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 sind vielversprechend.
- Aufgrund der Langlebigkeit der Kundenbeziehungen schaffen die aktuellen Marktanteilsgewinne ein großes Geschäftspotenzial für die nächsten Jahre.
- Mit der Entwicklung neuer Lösungen werden neue Potenziale bei Bestandskunden sowie neue Kundensegmente erschlossen. Nach dem exzellenten Marktstart von Fiskal Cloud verknüpft GK große Erwartungen mit der Big-Data-Lösung GK Spot.
- 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 Produktlizenzabschlüssen 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 auf Gesamtbasis 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.
- Die Knappheit an IT-Fachkräften könnte sich weiter zuspitzen und gerade in dem aktuellen inflationären Umfeld für eine deutliche Zunahme der Personalkosten sorgen.
- 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	54,1	53,9	54,0	54,2	54,5	54,9	55,4	55,9
1. Immat. VG	24,0	24,3	22,5	21,1	20,2	19,4	18,9	18,5	18,3
2. Sachanlagen	29,0	29,6	31,2	32,6	33,8	34,9	35,8	36,6	37,4
II. UV Summe	91,0	86,9	103,1	120,6	138,9	157,7	176,9	196,3	217,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	83,6	98,3	113,9	130,1	147,3	165,0	183,2	201,7	221,8
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	10,6	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,4	9,4
2. Kurzfristiges FK	29,6	29,6	30,8	32,0	33,2	34,4	35,7	37,2	38,5
BILANZSUMME	144,2	141,1	157,0	174,6	193,1	212,2	231,8	251,7	273,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzerlöse	130,8	149,8	166,3	177,9	190,4	203,7	218,0	232,2	247,2
Gesamtleistung	130,8	149,8	166,5	177,9	190,4	203,7	218,0	232,2	247,2
Rohhertrag	116,7	136,3	151,6	162,0	173,3	185,5	198,5	211,4	225,1
EBITDA	26,8	27,8	31,4	33,5	36,2	38,9	41,8	44,8	48,0
EBIT	17,3	20,9	24,1	26,4	29,2	31,9	34,9	37,8	41,0
EBT	16,5	20,9	24,3	26,8	29,7	32,7	35,8	38,8	42,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	13,3	14,7	17,1	18,8	20,9	23,0	25,1	27,3	29,6
JÜ	13,2	14,7	17,1	18,8	20,9	23,0	25,1	27,3	29,6
EPS	5,83	6,49	7,55	8,34	9,25	10,17	11,12	12,07	13,11

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
CF operativ	23,2	20,0	22,6	23,9	25,7	27,5	29,4	31,3	33,5
CF aus Investition	2,4	-5,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,7
CF Finanzierung	15,5	-21,7	-5,1	-5,2	-6,4	-7,9	-9,5	-11,4	-12,2
Liquidität Jahresanfa.	5,7	46,9	40,1	53,3	67,6	82,5	97,6	112,9	128,1
Liquidität Jahresende	46,9	40,1	53,3	67,6	82,5	97,6	112,9	128,1	144,7

Kennzahlen

Prozent	2021 Ist	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e
Umsatzwachstum	11,3%	14,5%	11,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%
Rohtragsmarge	89,2%	91,0%	91,2%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%	91,0%
EBITDA-Marge	20,5%	18,6%	18,9%	18,8%	19,0%	19,1%	19,2%	19,3%	19,4%
EBIT-Marge	13,2%	14,0%	14,5%	14,8%	15,3%	15,7%	16,0%	16,3%	16,6%
EBT-Marge	12,6%	13,9%	14,6%	15,1%	15,6%	16,1%	16,4%	16,7%	17,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	10,1%	9,8%	10,3%	10,6%	11,0%	11,3%	11,5%	11,7%	12,0%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,1%	268,46	246,65	229,09	214,65	202,56
6,6%	239,82	222,83	208,86	197,17	187,23
7,1%	216,80	203,28	191,97	182,36	174,10
7,6%	197,90	186,96	177,66	169,67	162,72
8,1%	182,12	173,12	165,39	158,67	152,77

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 05.12.2022 um 11:45 Uhr fertiggestellt und am 05.12.2022 um 12:30 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
25.08.2022	Buy	176,00 Euro	1), 3), 10)
09.08.2022	Buy	176,00 Euro	1), 3), 4), 10)
10.06.2022	Buy	188,00 Euro	1), 3), 10)
02.05.2022	Buy	188,00 Euro	1), 3), 10)
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)

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.