

09. August 2019  
Research-Comment

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# GK Software SE

## Moderates Wachstum im ersten Halbjahr

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 71,40 Euro | Kursziel: 120,00 Euro

**Analyst:** Dipl. Volkswirt 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

# Prognosen bestätigt



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	1.223
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Ticker:</b>	GKS:GR
<b>Kurs:</b>	71,40 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	1,94 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	138,5 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	164,6 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	47,2 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	108,00 / 62,20 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	117,5 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	106,2	119,4	134,3
EBIT (Mio. Euro)	1,6	9,8	13,1
Jahresüberschuss	0,9	5,8	8,2
EpS	0,49	2,97	4,23
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	17,4%	12,5%	12,5%
Gewinnwachstum	-76,2%	523,2%	42,3%
KUV	1,30	1,16	1,03
KGV	149,7	24,0	16,9
KCF	-24,4	8,8	10,2
EV / EBIT	103,1	16,9	12,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

## Aktuelle Entwicklung

GK Software hat vorläufigen Zahlen zufolge im ersten Halbjahr den Umsatz im Kerngeschäft GK/Retail um 5,8 Prozent auf 46,1 Mio. Euro gesteigert. Da gleichzeitig die Entwicklung des kleineren Segments IT-Services im ersten Halbjahr noch von dem Verlust des größten Kunden im April 2018 belastet wurde, fiel der Anstieg des Konzernumsatzes mit 2,5 Prozent auf 50,3 Mio. Euro nur moderat aus. Damit hat die Dynamik gegenüber dem ohnehin verhaltenen Jahresstart im zweiten Quartal abgenommen und dürfte sich zwischen April und Juni auf 1,3 Prozent im Konzern und 3,2 Prozent im Kernsegment belaufen haben. Allerdings hat sich die Ergebnissituation im zweiten Quartal gegenüber dem ersten Quartal leicht verbessert, so dass das EBITDA nach -0,6 Mio. Euro in den ersten drei Monaten nun wieder minimal ins Plus gedreht ist. Zurückzuführen dürfte dies auf die erhöhte Zahl an Neukunden sein, die GK für das Halbjahr auf neun beziffert (Q1: drei). In Summe des ersten Halbjahrs ergibt sich aber dennoch eine Ergebnisverschlechterung um 3,0 Mio. Euro auf -0,6 Mio. Euro, obwohl die Erstanwendung von IFRS 16 das EBITDA im Vorjahresvergleich um rund 1,5 Mio. Euro entlastet haben dürfte.

## Fazit

Die vorläufigen Zahlen bewegen sich am unteren Rand unserer Erwartungen. Eine genauere Beurteilung wird erst der vollständige Halbjahresbericht ermöglichen, doch sowohl die moderate Umsatzdynamik als auch die noch fehlenden Anzeichen für eine Profitabilitätssteigerung im Dienstleistungsgeschäft legen hinsichtlich der Erreichung der – bestätigten – Unternehmensprognose (eine „nicht unerhebliche“ Umsatzausweitung im Kerngeschäft und eine deutliche Ergebnisverbesserung) die Messlatte für das zweite Halbjahr höher. Allerdings hatte GK bereits früher kommuniziert, dass die Effekte des Ertragssicherungsprogramms erst ab dem dritten Quartal sichtbar sein dürften, weswegen wir unser Urteil („Buy“) und Kursziel (120,00 Euro) zunächst unverändert lassen.

## Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	119,4	134,3	147,8	161,1	174,0	186,1	199,2	213,1
Umsatzwachstum		12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	8,2%	9,7%	11,1%	12,2%	12,7%	13,0%	13,2%	13,3%
<b>EBIT</b>	<b>9,8</b>	<b>13,1</b>	<b>16,3</b>	<b>19,7</b>	<b>22,1</b>	<b>24,3</b>	<b>26,2</b>	<b>28,3</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	2,9	3,9	4,9	5,9	6,6	7,3	7,9	8,5
<b>NOPAT</b>	<b>6,8</b>	<b>9,1</b>	<b>11,4</b>	<b>13,8</b>	<b>15,4</b>	<b>17,0</b>	<b>18,4</b>	<b>19,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	7,3	6,8	6,2	5,7	5,4	5,2	5,0	4,9
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>14,1</b>	<b>15,9</b>	<b>17,6</b>	<b>19,5</b>	<b>20,9</b>	<b>22,2</b>	<b>23,4</b>	<b>24,7</b>
- Zunahme Net Working Capital	2,6	-1,4	-1,6	-1,8	-2,1	-2,3	-2,5	-2,8
- Investitionen AV	-3,6	-3,8	-4,0	-4,1	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
<b>Free Cashflow</b>	<b>13,2</b>	<b>10,7</b>	<b>12,0</b>	<b>13,6</b>	<b>14,5</b>	<b>15,6</b>	<b>16,5</b>	<b>17,4</b>

*SMC Schätzmodell*

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	56,8	63,7	60,8	58,6	57,0	55,9	55,0	54,4	54,0
1. Immat. VG	30,0	27,3	25,3	23,6	22,4	21,4	20,6	20,0	19,5
2. Sachanlagen	22,7	32,2	31,4	30,8	30,5	30,3	30,3	30,3	30,3
II. UV Summe	54,3	61,9	72,9	86,4	80,3	87,9	96,3	104,7	113,5
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	40,3	46,0	54,2	64,8	71,3	77,0	83,2	89,5	96,4
II. Rückstellungen	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	26,8	26,8	25,6	25,4	18,0	17,3	17,3	17,3	17,3
2. Kurzfristiges FK	41,3	49,8	50,7	51,5	44,4	45,6	46,9	48,1	49,4
<b>BILANZSUMME</b>	<b>111,2</b>	<b>125,6</b>	<b>133,7</b>	<b>145,1</b>	<b>137,3</b>	<b>143,7</b>	<b>151,3</b>	<b>159,1</b>	<b>167,5</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	106,2	119,4	134,3	147,8	161,1	174,0	186,1	199,2	213,1
Gesamtleistung	106,2	119,4	134,3	147,8	161,1	174,0	186,1	199,2	213,1
Rohertrag	98,4	113,4	127,6	140,4	153,0	165,3	176,8	189,2	202,5
EBITDA	6,8	17,0	19,8	22,5	25,5	27,5	29,4	31,2	33,2
EBIT	1,6	9,8	13,1	16,3	19,7	22,1	24,3	26,2	28,3
EBT	0,2	8,2	11,7	15,1	19,2	21,6	23,8	25,8	27,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,9	5,8	8,2	10,6	13,4	15,1	16,7	18,1	19,5
JÜ	0,9	5,8	8,2	10,6	13,4	15,1	16,7	18,1	19,5
EPS	0,49	2,97	4,23	5,45	6,92	7,78	8,60	9,31	10,06

# Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

## Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-5,7	15,7	13,6	15,2	17,3	18,4	19,6	20,5	21,6
CF aus Investition	-15,7	-3,6	-3,8	-4,0	-4,1	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
CF Finanzierung	-0,3	-0,1	-1,5	-0,6	-22,5	-10,1	-10,6	-11,7	-12,6
Liquidität Jahresanf.	27,9	6,1	18,1	26,4	37,0	27,6	31,7	36,4	40,9
Liquidität Jahresende	6,1	18,1	26,4	37,0	27,6	31,7	36,4	40,9	45,4

## Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	17,4%	12,5%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Rohtragsmarge	92,7%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%	95,0%
EBITDA-Marge	6,4%	14,3%	14,8%	15,2%	15,8%	15,8%	15,8%	15,7%	15,6%
EBIT-Marge	1,5%	8,2%	9,7%	11,1%	12,2%	12,7%	13,0%	13,2%	13,3%
EBT-Marge	0,2%	6,9%	8,7%	10,2%	11,9%	12,4%	12,8%	13,0%	13,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,9%	4,8%	6,1%	7,2%	8,3%	8,7%	9,0%	9,1%	9,2%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### *Herausgeber*

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

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

### *Verantwortlicher Analyst*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

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

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

### *1) Interessenkonflikte*

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

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

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

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

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 09.08.2019 um 12:00 Uhr fertiggestellt und am 09.08.2019 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
07.06.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
08.05.2019	Buy	121,50 Euro	1), 3)
28.02.2019	Buy	113,00 Euro	1), 3), 4)
04.12.2018	Buy	131,00 Euro	1), 3), 4)
12.09.2018	Buy	141,50 Euro	1), 3), 4)
18.06.2018	Buy	144,50 Euro	1), 3), 4)
23.04.2018	Buy	143,50 Euro	1), 3)
11.12.2017	Buy	135,00 Euro	1), 3)
05.09.2017	Hold	127,50 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und vier Updates

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.