

05. Mai 2023
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

Übernahmeangebot erfolgreich, Delisting geplant

Urteil: Sell (zuvor: Hold) | Kurs: 190,50 € | Kursziel: 193,00 € (zuvor: 190,00 €)

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

Aktuelle Entwicklung



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.168
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	190,50 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,27 Mio. Stück
Market-Cap:	433,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	398,9 Mio. Euro
Free Float:	34,3 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	197,00 / 99,20 Euro
Ø Umsatz (Xetra,12M):	758,3 Tsd. Euro / Tag

Übernahmeangebot erfolgreich

Das Übernahmeangebot von Fujitsu für sämtliche Aktien von GK Software zu einem Preis von 190,00 Euro ist von der Mehrheit der Aktionäre akzeptiert worden. Wie von Fujitsu am 25. April gemeldet, wurden bislang 65,6 Prozent der ausstehenden Aktien angeboten, womit die Mindestannahmeschwelle von 55 Prozent klar überschritten wurde. Bis zum 9. Mai läuft noch die weitere Annahmefrist.

Delisting angekündigt

Auf der Grundlage dieser hohen Akzeptanz wurde am 2. Mai mitgeteilt, dass ein Delisting-Vertrag geschlossen wurde, in dessen Rahmen GK einen Antrag auf Delisting der Aktien aus dem regulierten Markt stellen und das Ende der Einbeziehung in den Handel im Freiverkehr anstreben wird. Den Aktionären, die bis zum 9. Mai das Übernahmeangebot nicht akzeptiert haben werden, wird von Fujitsu ein Delisting-Angebot in derselben Höhe unterbreitet.

Vorläufige Zahlen bestätigt

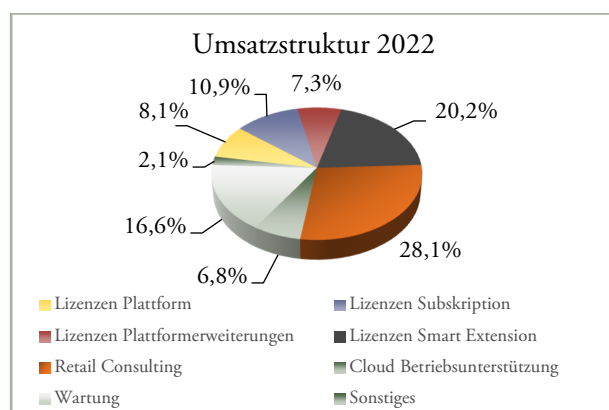
Etwas im Schatten der Übernahme durch Fujitsu stand diesmal die Veröffentlichung des Geschäftsberichts, mit dem GK die bereits bekannten vorläufigen

GJ-Ende: 31.12.	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Umsatz (Mio. Euro)	117,6	130,8	152,1	170,3	187,3	204,2
EBIT (Mio. Euro)	10,5	17,3	16,8	20,0	28,6	32,2
Jahresüberschuss	6,2	13,2	11,3	13,7	19,8	22,5
EpS	3,04	5,83	4,98	6,01	8,73	9,88
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	1,8%	11,3%	16,2%	12,0%	10,0%	9,0%
Gewinnwachstum	-	111,8%	-14,4%	21,3%	45,2%	13,3%
KUV	3,68	3,31	2,85	2,54	2,31	2,12
KGV	69,7	32,9	38,5	31,7	21,8	19,3
KCF	24,4	18,6	16,5	22,8	17,5	16,0
EV / EBIT	37,9	23,0	23,8	20,0	13,9	12,4
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Zahlen für 2022 weitestgehend bestätigt hat. Demnach wurde der Umsatz, wie vorab gemeldet, um 16 Prozent auf 152,1 Mio. Euro gesteigert, während der finale EBIT-Wert mit 16,8 Mio. Euro sogar leicht höher als vorläufig gemeldet ausgefallen ist. Gegenüber dem Vorjahr ist das EBIT damit zwar leicht gesunken, um 3 Prozent, doch ist dies ausschließlich auf Sondereffekte in 2021 (zusätzlicher Einmalertrag aus dem Verkauf von AWEK microdata) und in 2022 (Abschreibungen auf eine Anfang 2023 verkaufte Immobilie und die Vorbereitungskosten im Vorfeld des Übernahmeangebotes von Fujitsu) zurückzuführen. Das um diese Effekte bereinigte EBIT konnte um mehr als ein Drittel auf 18,7 Mio. Euro erhöht werden. Auf bereinigter Basis entspricht das einer EBIT-Marge von 12,3 Prozent, nach 10,6 Prozent im Vorjahr.

SaaS-Anteil erstmals zweistellig

Ermöglicht wurde die Profitabilitätsverbesserung unter anderem durch das steigende Gewicht der hochrentablen SaaS-Erlöse, die sich um 47 Prozent auf 16,6 Mio. Euro erhöht haben und damit 10,9 Prozent zum Konzernumsatz beitragen. Das starke Wachstum der SaaS-Erlöse spiegelt die erfolgreichen Kundengewinne der Vorjahre wider, die nach Abschluss der Implementierungsprojekte mit dem Rollout der Lösungen nun sukzessive in den Betriebsmodus wechseln. Zusammen mit den ebenfalls gestiegenen Einnahmen aus den klassischen Softwarelizenzen (+7 Prozent auf 12,3 Mio. Euro) machten die SaaS-Umsätze nun sogar 19 Prozent der Gesamterlöse aus.



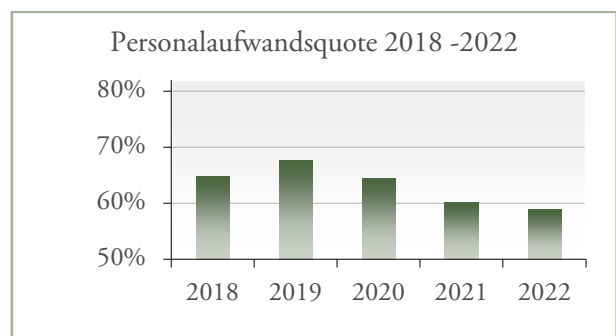
Quelle: Unternehmen

Umsatzschwerpunkt Dienstleistungen

Den Umsatzschwerpunkt machen aber noch immer die Dienstleistungen aus. Die Einnahmen aus der Beratung und der Erstimplementierung der Software, die GK unter Retail Consulting führt, erhöhten sich fast um ein Drittel auf 42,7 Mio. Euro. Weitere 30,7 Mio. Euro (+3 Prozent) erlöste GK mit kundenindividuellen Anpassungen und 11,1 Mio. Euro (+41 Prozent) mit kundenindividuellen Erweiterungen, für die anschließend Wartungsverträge folgen.

Umsatzsprung in Amerika

In geographischer Hinsicht war das Wachstum in dem Segment Americas besonders stark, dessen Umsatz um 41 Prozent auf 31,1 Mio. Euro zugelegt hat. Ein Großteil davon entfällt auf die USA, womit GK nun auch in dem mit Abstand größten Einzelhandelsmarkt der Welt eine signifikante Umsatzgröße erreicht hat.



Quelle: Unternehmen

Kostenwachstum nur unterproportional

Im Vergleich mit dem Umsatzwachstum fiel der Anstieg der Aufwendungen letztes Jahr – trotz der genannten Extrakosten im vierten Quartal – in Summe unterproportional aus. Margenerhöhend wirkte sich insbesondere die Entwicklung der Abschreibungen (-16 Prozent auf 8,0 Mio. Euro) und des Materialaufwands (-4 Prozent auf 13,6 Mio. Euro) aus, wobei die Materialkostenreduktion der Umsortierung eines Teils der Forschungs- und Entwicklungskosten in Höhe von 3,2 Mio. Euro in den sonstigen betrieblichen Aufwand geschuldet war. Dort führte dieser Vorgang, zusammen u.a. mit den Vorbereitungskosten

ten des Übernahmeangebotes, den höheren Reisekosten, Währungsverlusten und Aufwendungen für Softwarewartung und -betrieb, zu einem kräftigen Anstieg um mehr als 50 Prozent auf 30,2 Mio. Euro. Die größte Kostenposition stellt aber weiterhin der Personalaufwand dar, der sich um 14 Prozent auf 89,6 Mio. Euro erhöhte, gleichbedeutend mit einer erneut gesunkenen Personalaufwandsquote von 58,9 Prozent. Damit hat sie sich gegenüber dem bisherigen Höchstwert in 2019 um fast 9 Prozentpunkte ermäßigt (siehe Abbildung oben).

Geschäftszahlen	GJ 21	GJ 22	Änderung
Umsatz	130,85	152,05	+16,2%
EBITDA	26,79	24,76	-7,6%
<i>EBITDA-Marge</i>	20,5%	16,3%	
EBIT	17,31	16,78	-3,0%
<i>EBIT-Marge</i>	13,2%	11,0%	
EBT	16,45	16,91	+2,8%
<i>EBT-Marge</i>	12,6%	11,1%	
Nettoergebnis	13,16	11,26	-14,4%
<i>Netto-Marge</i>	10,1%	7,4%	
Free-Cashflow	25,64	22,98	-10,4%

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Verbesserte Profitabilität in Amerika

Dass das berichtete EBIT trotz der unterproportionalen Kostenentwicklung mit 16,8 Mio. Euro im Vorjahresvergleich leicht rückläufig ausgefallen ist, ist auf den deutlichen Rückgang der sonstigen betrieblichen Erträge zurückzuführen, in die 2021 der Gewinn aus dem AWEK-Verkauf eingeflossen ist, und die deswegen 2022 mit 6,2 Mio. Euro um 30 Prozent unter Vorjahr lagen. Sehr erfreulich hat sich 2022 die Profitabilität des Segments Americas entwickelt, dessen starkes Umsatzwachstum für eine EBIT-Verbesserung um 61 Prozent auf 4,6 Mio. Euro genutzt werden konnte. Damit bewegt sich die Profitabilität in diesem wichtigen Markt nach GK-Angaben nach mehreren Aufbaujahren in großen Schritten in Richtung des hohen Niveaus aus Europa.

Nettoergebnis unter Vorjahr

In Kombination mit einem minimal positiven Finanzergebnis von +0,1 Mio. Euro (nach -0,9 Mio. Euro im Vorjahr), welches durch eine Korrektur der Disagio-Berechnung der im Herbst 2022 zurückgezahlten Wandelanleihe ermöglicht wurde, ergab sich aus dem EBIT ein um 3 Prozent erhöhtes Vorsteuerergebnis von 16,9 Mio. Euro. Allerdings hat sich die Belastung aus Ertragssteuern, die im Vorjahr durch die weitgehende Steuerfreiheit des Gewinns aus dem Verkauf der AWEK microdata GmbH reduziert worden war, wieder normalisiert, was sich in einem überdurchschnittlichen Anstieg der Ertragssteuern um 76 Prozent und infolgedessen in einem Rückgang des Jahresüberschusses um 14 Prozent auf 11,3 Mio. Euro niedergeschlagen hat.

Sehr starker Cashflow

Die operative Ergebnisverbesserung wurde von einem steigenden operativen Cashflow begleitet, der sich um 13 Prozent auf 26,2 Mio. Euro erhöht hat. Damit entsprach der operative Cashflow 17,2 Prozent der letztjährigen Erlöse und lag so zum dritten Mal hintereinander oberhalb der Marke von 15 Prozent. Dazu beigetragen hat auch ein in Summe positiver Beitrag aus der Veränderung des Nettoumlaufvermögens (+1,4 Mio. Euro), in dem sich vor allem der Aufbau von Vertragsverbindlichkeiten und von Verbindlichkeiten aus Leistungen und Lieferungen widerspiegelt, mit dem der gleichzeitige Aufbau bei sonstigen Forderungen mehr als kompensiert wurde. Einen hohen Mittelabfluss gab es hingegen im Investitions-Cashflow, der im Vorjahr dank der Zuflüsse aus dem AWEK-Verkauf (4,5 Mio. Euro) noch einen positiven Saldo hatte, nun aber mit -28,1 Mio. Euro ins Minus rutschte. Hiervon entfielen allerdings 24,9 Mio. Euro auf den Kauf von kurzfristig liquidierbaren Wertpapieren zur Anlage der überschüssigen Liquidität. Die eigentlichen Investitionen in Sachanlagen und langfristige Vermögenswerte erhöhten sich zwar auch deutlich von 2,5 auf 6,3 Mio. Euro (ein Teil davon für die im Abschluss wertkorrigierte und inzwischen verkaufte Immobilie), dem standen aber erhaltene Fördermittel gegenüber. Der Free-Cashflow summierte sich auf -1,9 Mio. Euro, bzw. – bereinigt um

die Auszahlungen für die Wertpapiere – auf 23,0 Mio. Euro, nach 25,6 Mio. Euro im Vorjahr.

Sehr hohe Nettoliquidität

Abzüglich der Nettoabflüsse aus Finanzierungsaktivitäten in Höhe von -7,5 Mio. Euro (Tilgung von Krediten, Leasingverbindlichkeiten und Zinszahlungen; für die Rückzahlung der Wandelanleihe (-15 Mio. Euro) wurde ein gleich hohes Darlehen aufgenommen) hat sich die bilanzielle Liquidität 2022 von 46,9 Mio. Euro auf 37,7 Mio. Euro reduziert. Doch zuzüglich der Wertpapiere in Höhe von 24,9 Mio. Euro hat sie sich auf 62,6 Mio. Euro erhöht. Sie stellt damit 38 Prozent aller Assets dar, deren Summe sich im letzten Jahr um 16 Prozent auf 166,6 Mio. Euro erhöht hat. Abzüglich der Bankkredite in Höhe von 15,8 Mio. Euro verfügte GK zum Bilanzstichtag somit über eine Nettoliquidität von 46,8 Mio. Euro. Selbst unter Berücksichtigung der Leasingverbindlichkeiten (9,0 Mio. Euro) belief sich die Nettoliquidität immer noch auf 37,8 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote bei 58 Prozent

Deutlich verbessert hat sich auch das Eigenkapital, das letztes Jahr dank dem Jahresgewinn um 15 Prozent auf 96,4 Mio. Euro gestiegen ist. In Relation zur Bilanzsumme entspricht das einer weitgehend unveränderten Eigenkapitalquote von 58 Prozent.

Mittelfristprognose bestätigt

Im Hinblick auf die weitere Entwicklung hat GK die bisherige Mittelfristprognose (bis 2023) bestätigt, der zufolge der Umsatz dieses Jahr 160 bis 175 Mio. Euro erreichen und eine EBIT-Marge von 15 Prozent ermöglichen soll. Allerdings betont das Unternehmen, dass sich das Margenziel auf das operative EBIT richtet, weil die berichtete Kennzahl dieses Jahr von den hohen Sonderaufwendungen im Zusammenhang mit der Übernahme durch Fujitsu belastet wird. Auf Nachfrage gab der Vorstand im Rahmen der Bilanzpressekonferenz an, dass sich die Effekte auf einen mittleren siebenstelligen Betrag belaufen könnten.

Weiteres starkes Wachstum bis 2025

Darüber hinaus hat GK nun eine neue Mittelfristprognose bis 2025 veröffentlicht. Diese beinhaltet noch keine Effekte der Übernahme und sieht ein Wachstum auf 193 bis 205 Mio. Euro vor, was gegenüber 2022 einem Anstieg um ein Viertel bis zu einem Drittel entsprechen würde. Für die EBIT-Marge strebt GK für diesen Zeitraum einen stabilen Wert von mehr als 15 Prozent an. Die Zuversicht begründet GK u.a. mit dem Verweis auf das wachsende Volumen an SaaS-Erlösen, die durch den fortschreitenden Rollout bei den in den Vorjahren gewonnenen Kunden zunehmend an Dynamik gewinnen. Hinzu kommen die letztjährigen Neuabschlüsse, die – vor allem dank dem LIDL-Deal – den Umfang der früheren Jahre weit in den Schatten stellen und zunächst noch für Projektumsätze sorgen. So beziffert GK die Zahl der Neuinstallationen durch die letztjährigen Abschlüsse auf 81 Tsd., mehr als das Doppelte der Neuinstallationen im Durchschnitt der letzten Jahre. Schließlich berichtet GK auch von einer vor allem in den USA, aber auch in den anderen Regionen, sehr gut gefüllten Vertriebspipeline, deren Total Contract Value (das Volumen über die gesamte Vertragslaufzeit; in der Regel fünf Jahre) sich auf das Doppelte der letztjährigen Umsätze beläuft.

Umsatzschätzungen erhöht

Wir haben bisher aus Vorsicht für die nächsten Jahre eine in den hohen einstelligen Prozentbereich abnehmende Wachstumsrate unterstellt, was wir nun zumindest für den Zeitraum bis 2025 etwas revidiert haben. Für 2023 kalkulieren wir nun mit einem Umsatzwachstum um 12 Prozent auf 170 Mio. Euro (bisher: 166 Mio. Euro), dem anschließend weitere Zuwächse um 10 resp. 9 Prozent folgen, so dass wir für 2025 im Einklang mit der neuen Mittelfristprognose Erlöse von 204 Mio. Euro (bisher: 190 Mio. Euro) erwarten. Ab 2026 rechnen wir unverändert mit Raten von anfänglich 7,0 und später 6,5 Prozent, woraus sich für 2030 ein Zielumsatz von 282 Mio. Euro ergibt (bisher: 263 Mio. Euro).

Mio. Euro	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028	12 2029	12 2030
Umsatzerlöse	170,3	187,3	204,2	218,5	233,8	249,0	265,2	282,4
Umsatzwachstum		10,0%	9,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%
EBIT-Marge	11,7%	15,3%	15,8%	16,1%	16,3%	16,6%	16,9%	17,1%
EBIT	20,0	28,6	32,2	35,1	38,2	41,3	44,7	48,4
Steuersatz	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Adaptierte Steuerzahlungen	6,0	8,5	9,6	10,5	11,4	12,3	13,3	14,4
NOPAT	14,0	20,1	22,6	24,7	26,8	29,0	31,4	34,0
+ Abschreibungen & Amortisation	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6	4,7	4,7	4,8
+ 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	18,7	24,6	27,1	29,2	31,4	33,6	36,1	38,8
- Zunahme Net Working Capital	-1,8	-2,0	-2,3	-2,5	-2,8	-3,1	-3,3	-3,6
- Investitionen AV	-2,1	-4,8	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,3	-5,4
Free Cashflow	14,9	17,7	19,8	21,5	23,4	25,3	27,5	29,8

SMC Schätzmodell

Zielmarge minimal höher

Ebenfalls etwas höher ist die von uns zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums erwartete Zielmarge, die aufgrund der Integration der finalen Abschlusszahlen aus 2022 auf der EBITDA-Ebene von bisher 19,6 auf 19,7 Prozent minimal gestiegen ist. Beim EBIT entspricht das einer Zielmarge von 17,1 Prozent. Etwas niedriger als bisher fällt unsere Gewinnerwartung für 2023 aus, weil wir die Kosten der Übernahme eingepflegt haben. Nun erwarten wir ein EBIT von 20,0 Mio. Euro und einen Jahresüberschuss von 13,7 Mio. Euro, was aber in beiden Fällen einen deutlichen Anstieg gegenüber 2022 bedeutet. Bisher hatten wir 24,1 bzw. 17,1 Mio. Euro geschätzt. Die Tabelle oben auf dieser Seite zeigt die Entwicklung der wichtigsten Cashflow-Daten im Detailprognosezeitraum bis 2030. Weitere Details zur Schätzung von Bilanz, GuV und Cashflow sind im Anhang aufgeführt

Rahmenparameter unverändert

Die Rahmendaten des Modells sind gleich geblieben. Die Eigenkapitalkosten werden nach CAPM auf Basis eines sicheren Zinssatzes von 2,5 Prozent, einer Marktrisikoprämie von 5,8 Prozent und eines Betafaktors von 1,2 berechnet und belaufen sich auf 9,5

Prozent. Der unterstellte Fremdkapitalzins beläuft sich auf 5,0 Prozent, woraus in Verbindung mit einem FK-Anteil an der Zielkapitalstruktur von 25 Prozent und einem Steuersatz für das Tax-Shield von 29,8 Prozent ein Gesamtkapitalkostensatz (WACC) von 8,0 Prozent resultiert. Unverändert geblieben sind auch die Basisparameter zur Ermittlung des Terminal Value, der weiterhin auf dem EBIT zum Ende des Detailprognosezeitraums und einer „ewigen“ Cashflow-Wachstumsrate von 1,0 Prozent basiert

Kursziel nun 193,00 Euro

Aus den Änderungen ergibt sich ein fairer Wert des Eigenkapitals in Höhe von 437,7 Mio. Euro bzw. von 192,55 Euro je Aktie, woraus wir das leicht erhöhte Kursziel von 193,00 Euro ableiten (bisher: 190,00 Euro; eine Sensitivitätsanalyse zur Kurszielermittlung findet sich im Anhang). Dieses liegt somit weiterhin in etwa gleichauf mit dem von Fujitsu gebotenen Übernahmepreis (bzw. dem Delisting-Angebot) sowie mit dem aktuellen Kurs. Unverändert geblieben ist schließlich die Beurteilung des Prognoserisikos unserer Schätzungen, für das wir auf einer Skala von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) weiter drei Punkte vergeben.

Fazit

Mit der Vorlage des Geschäftsberichts hat GK Software die vorläufigen Zahlen bestätigt, das EBIT ist sogar geringfügig höher ausgefallen. Insgesamt konnte der Umsatz letztes Jahr um 16 Prozent auf 152,1 Mio. Euro gesteigert werden, das um Sondereffekte aus 2021 und 2022 bereinigte EBIT erhöhte sich um 35 Prozent auf 18,7 Mio. Euro. Ohne die Bereinigung ging das operative Ergebnis geringfügig auf 16,8 Mio. Euro zurück, so dass auch der Jahresüberschuss mit 11,3 Mio. Euro unter Vorjahr blieb.

Für das laufende Jahr strebt GK ein weiteres Umsatz- und Ergebniswachstum entsprechend der bisherigen Mittelfristprognose (Umsatz zwischen 165 und 170 Mio. Euro, operative EBIT-Marge von rund 15 Prozent) an. Zugleich wurde eine neue Mittelfristprognose bis 2025 veröffentlicht, die ein Umsatzwachstum

auf 193 bis 205 Mio. Euro bei einer EBIT-Marge von stabil über 15 Prozent vorsieht.

Wir haben unsere Modellwerte an die finalen Zahlen aus 2022 angepasst und die Schätzungen entlang der neuen Prognose, die wir für gut erreichbar halten, aktualisiert. In Summe hat sich unser Kursziel hierdurch auf 193,00 Euro erhöht. Damit liegt es weiterhin in der Nähe des aktuellen Kurses wie auch des Delisting-Angebotes von Fujitsu. Dieses Angebot nehmen wir nun zum Anlass, unser Urteil von bisher „Hold“ auf „Sell“ zu ändern, weil das von uns ermittelte moderate Kurspotenzial das Risiko einer zukünftig nicht vorhandenen oder zumindest stark eingeschränkten Handelbarkeit der GK-Aktie nicht rechtfertigt.

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, die vor allem von einer zunehmenden Internationalisierung getragen wird.
- Profitabilität seit 2019 deutlich verbessert.
- Mit Fujitsu erhält GK einen finanz- und vertriebsstarken Großaktionär.
- Exzellente Bilanzstruktur mit hohem Net-Cash.

Chancen

- Hoher Kostendruck und technologischer Wandel im Einzelhandel dürften den Bedarf an modernen IT-Lösungen weiter erhöhen.
- Die Auslandsmärkte bieten noch große Potenziale für Marktanteilszugewinne. Insbesondere der US-Markt und Asien sind vielversprechend.
- Die Einbindung in den Fujitsu-Konzern könnte den Expansionskurs geographisch und technologisch zusätzlich beflügeln.
- Mit der Entwicklung neuer Lösungen werden neue Potenziale bei Bestandskunden sowie neue Kundensegmente erschlossen. Großes Potenzial verspricht vor allem die Big-Data-Lösung GK Spot.
- Der rasche Ausbau des SaaS-Geschäfts dürfte die Stetigkeit der Erlösentwicklung verbessern und den Margenanstieg stützen.
- Ein Delisting könnte Raum für Squeeze-out-Spekulationen schaffen.

Schwächen

- Die Erträge einzelner Jahre werden von wenigen Großkunden und -projekten beeinflusst. Auch spielen die volatilen klassischen Softwarelizenzen noch immer eine wichtige Rolle.
- Das EBIT blieb 2022 hinter unseren Erwartungen und wird wegen der Kosten der Übernahme durch Fujitsu auch 2023 voraussichtlich niedriger ausfallen als bisher geschätzt.
- 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.

Risiken

- Die Handelbarkeit der Aktie könnte bald beendet oder zumindest stark eingeschränkt sein.
- 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 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	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
AKTIVA									
I. AV Summe	53,2	53,1	53,4	53,9	54,5	55,1	55,7	56,3	56,8
1. Immat. VG	22,8	21,5	20,6	19,9	19,5	19,2	19,0	18,8	18,7
2. Sachanlagen	30,1	31,4	32,6	33,8	34,8	35,7	36,5	37,3	37,9
II. UV Summe	110,9	126,8	146,8	166,2	186,3	207,0	228,2	249,8	273,3
PASSIVA									
I. Eigenkapital	96,4	110,1	129,9	149,4	169,5	190,3	211,5	233,0	256,4
II. Rückstellungen	1,0	1,2	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	27,4	26,7	26,7	26,7	26,7	26,7	26,4	26,4	26,4
2. Kurzfristiges FK	41,9	41,9	42,2	42,5	42,8	43,1	43,8	44,3	44,8
BILANZSUMME	166,6	179,9	200,2	220,1	240,8	262,1	283,9	306,1	330,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzerlöse	152,1	170,3	187,3	204,2	218,5	233,8	249,0	265,2	282,4
Gesamtleistung	152,1	170,3	187,4	204,3	218,5	233,8	249,0	265,2	282,5
Rohhertrag	138,4	155,1	170,6	186,0	199,0	212,9	226,7	241,5	257,2
EBITDA	24,8	27,1	35,6	39,1	42,0	45,2	48,3	51,9	55,6
EBIT	16,8	20,0	28,6	32,2	35,1	38,2	41,3	44,7	48,4
EBT	16,9	19,5	28,3	32,0	35,1	38,4	41,7	45,3	49,1
JÜ (vor Ant. Dritter)	11,4	13,7	19,8	22,5	24,6	26,9	29,2	31,8	34,5
JÜ	11,3	13,7	19,8	22,5	24,6	26,9	29,2	31,8	34,5
EPS	4,98	6,01	8,73	9,88	10,84	11,85	12,87	13,98	15,17

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
CF operativ	26,2	19,0	24,7	27,0	29,0	31,1	33,2	35,6	38,1
CF aus Investition	-28,1	-2,1	-4,8	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,3	-5,4
CF Finanzierung	-7,5	-4,1	-3,2	-6,2	-7,8	-9,4	-11,3	-13,4	-14,2
Liquidität Jahresanfa.	46,9	37,5	50,2	66,9	82,7	98,8	115,3	132,0	148,8
Liquidität Jahresende	37,5	50,2	66,9	82,7	98,8	115,3	132,0	148,8	167,3

Kennzahlen

Prozent	2022 Ist	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Umsatzwachstum	16,2%	12,0%	10,0%	9,0%	7,0%	7,0%	6,5%	6,5%	6,5%
Rohtragsmarge	91,0%	91,0%	91,1%	91,1%	91,1%	91,1%	91,1%	91,1%	91,1%
EBITDA-Marge	16,3%	15,9%	19,0%	19,1%	19,2%	19,3%	19,4%	19,6%	19,7%
EBIT-Marge	11,0%	11,7%	15,3%	15,8%	16,1%	16,3%	16,6%	16,9%	17,1%
EBT-Marge	11,1%	11,4%	15,1%	15,7%	16,1%	16,4%	16,7%	17,1%	17,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	7,4%	8,0%	10,6%	11,0%	11,3%	11,5%	11,7%	12,0%	12,2%

Anhang IV: Sensitivitätsanalyse

WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,0%	255,05	238,68	225,04	213,51	203,64
7,5%	231,80	218,64	207,52	197,99	189,74
8,0%	212,48	201,75	192,55	184,59	177,62
8,5%	196,19	187,32	179,63	172,91	166,98
9,0%	182,28	174,86	168,37	162,64	157,56

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 05.05.2023 um 11:30 Uhr fertiggestellt und am 05.05.2023 um 11:45 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
05.04.2023	Hold	190,00 Euro	1), 3), 10)
02.03.2023	Hold	190,00 Euro	1), 3), 10)
05.12.2022	Buy	192,00 Euro	1), 3), 10)
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)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: 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.