

Empfehlung: Kaufen**Kursziel:** 93,00 Euro**Kurspotenzial:** +10 Prozent**Aktien Daten**

KURS (Schlusskurs Vortag)	84,40 Euro (XETRA)
Aktienanzahl (in Mio.)	2,04
Marktkap. (in Mio. Euro)	172,4
Enterprise Value (in Mio. Euro)	198,6
Ticker	GKS
ISIN	DE0007571424

Kursperformance

52 Wochen-Hoch (in Euro)	87,80
52 Wochen-Tief (in Euro)	35,00
3 M relativ zum CDAX	+34,4%
6 M relativ zum CDAX	+40,6%

**Aktionärsstruktur**

Streubesitz	32,0%
Rainer Gläß	29,5%
Stephan Kronmüller	25,6%
Wilhelm K.T. Zours	6,6%
Scherzer & Co. AG	6,4%

Termine

Eigenkapitalforum	16. November 2020
Q3 Bericht	26. November 2020

Prognoseanpassung

	2020e	2021e	2022e
Umsatz (alt)	129,9	142,9	155,0
Δ in %	-	-	-
EBIT (alt)	7,4	10,0	13,2
Δ in %	-	-	-
EPS (alt)	1,92	2,84	3,99
Δ in %	-	-	-

Analyst

Sebastian Weidhüner
+49 40 41111 37 80
s.weidhuerer@montega.de

Publikation

Erststudie 3. September 2020

Der Digitalisierungs-Spezialist des Einzelhandels

Die GK Software SE (GK) ist ein führender Softwareanbieter für den Einzelhandel. Das Leistungsspektrum des Unternehmens erstreckt sich dabei über sämtliche filialbezogenen Geschäftsprozesse und schließt neben der Kassenfunktion z.B. auch Dynamic Pricing- und Mobile Payment-Lösungen ein. Über sein Produktpotenzial ist das Unternehmen u.E. direkter Profiteur der zunehmenden Bedeutung von Omni-Channel-Konzepten sowie der Technologietrends im Sektor. Die Bedeutung des IT-Budgets hat im Einzelhandel in den letzten Jahren bereits stark zugenommen und seitens der Händler wird weiter ein überproportionaler Anstieg der IT-Ausgaben erwartet.

In den letzten Jahren hat GK Software das **Kerngeschäft zunehmend internationalisiert**, wodurch inzwischen rund die Hälfte der Umsätze mit ausländischen Kunden erzielt wird. Dabei haben die USA als größter Einzelhandelsmarkt der Welt mit einem Umsatzbeitrag von rund 18 Mio. Euro (16%) eine bedeutende Rolle eingenommen. Mit einer POS-Lösung für Einzelhandelstankstellen in den USA ist es GK zudem kürzlich gelungen, die Bereiche **Petrol und Hospitality** zu erschließen. In Verbindung mit der weiteren **Vertiefung der SAP-Partnerschaft**, die sich bereits in über 70 gemeinsamen Projekten bewährt hat, sichert dies für GK u.E. auch zukünftig ein enormes Absatzpotenzial. Aufgrund des in Zusammenarbeit mit SAP offerierten hochqualitativen Komplettangebots gehen wir auch zukünftig von einem attraktiven Umsatzwachstum aus (CAGR 2019-2026e 7,8%).

Die in den letzten Jahren durchgeführten Akquisitionen sowie die Weiterentwicklung des Produktportfolios gingen jedoch mit hohen Integrations- und Ramp-Up Kosten einher. Diese sind nun weitgehend getätigt und der zu erwartende **Operating Leverage** dürfte gemäß der Planung des Unternehmens zu einer erheblichen Margenausweitung führen (EBIT-Margen-Guidance 2020/2021: 15% vs. 2019: 3,0%). In den jüngsten Halbjahreszahlen 2020 deutete sich dieser Ergebnistrend bereits an (EBIT 2,0 Mio. Euro vs. H1 2019: -5,0 Mio. Euro), wenngleich wir uns für das FY EBIT (MONE 2020: 7,4 Mio. Euro) zunächst unterhalb der Guidance und des Konsens (2020e 8,9 Mio. Euro) positionieren. Für den weiteren Jahresverlauf sind insbesondere angesichts der Corona-Pandemie die Entwicklung des Neukundengeschäfts und das Investitionsverhalten der Einzelhändler von entscheidender Bedeutung. Dennoch dürfte GK Software sowohl in der Neukunden-gewinnung als auch mit dem **2019 aufgelegten Effizienzprogramm** kurz- und mittelfristig weitere Erfolge erzielen und bis 2023 ein Umsatzniveau von 165,9 Mio. Euro sowie eine EBIT-Marge von 9,2% erreichen, was sich heute in vergleichsweise hohen Multiples ausdrückt (EV/EBIT 2021e 19,8x).

Fazit: GK Software treibt den strukturellen Wandel im Einzelhandel voran und ist gut in das Krisenjahr 2020 gestartet. Auch in den Folgejahren sind u.E. attraktive Wachstumsraten und steigende Margenniveaus zu erwarten. Auf dem derzeitigen Kursniveau erscheint uns die Aktie leicht unterbewertet, weshalb wir sie auf Grundlage eines DCF-basierten Kursziels von 93,00 Euro sowie der Plausibilisierung mittels einer Peergroup-Analyse und historischer Multiples mit dem Rating „Kaufen“ in die Coverage aufnehmen.

Geschäftsjahresende: 31.12.	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	106,2	115,4	129,9	142,9	155,0
Veränderung yoy	17,4%	8,8%	12,5%	10,0%	8,5%
EBITDA	6,8	12,3	16,2	18,2	20,9
EBIT	1,6	3,4	7,4	10,0	13,2
Jahresüberschuss	0,9	-3,1	3,8	5,6	7,8
Rohertagsmarge	92,7%	94,6%	93,0%	93,0%	93,0%
EBITDA-Marge	6,4%	10,6%	12,5%	12,8%	13,5%
EBIT-Marge	1,5%	3,0%	5,7%	7,0%	8,5%
Net Debt	24,6	37,5	32,9	26,7	18,6
Net Debt/EBITDA	3,6	3,1	2,0	1,5	0,9
ROCE	3,0%	4,7%	9,4%	12,7%	16,9%
EPS	0,48	-1,60	1,92	2,84	3,99
FCF je Aktie	-8,70	-1,97	2,33	3,20	4,09
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Umsatz	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	29,1	16,2	12,2	10,9	9,5
EV/EBIT	124,4	57,9	26,7	19,8	15,0
KGV	175,8	n.m.	44,0	29,7	21,2
KBV	4,4	4,2	3,8	3,4	2,9

Quelle: Unternehmen, Montega, CapitalIQ

Angaben in Mio. EUR, EPS in EUR Kurs: 84,40

INHALTSVERZEICHNIS

Investment Case	3
GK/Retail bestimmt Produktmix	3
Strukturelle Entwicklungen im Einzelhandel spielen GK-Software in die Karten	4
IT-Bewusstsein der Einzelhändler nimmt weiter stetig zu	4
GK baut Marktanteil unter den POS-Anbietern weiter aus	5
Omni-Channel- und Technologietrends schaffen weiteres Marktpotenzial	6
Zunehmendes Exposure im weltweit größten Einzelhandelsmarkt USA	6
Starke Kunden- und Lieferantenbeziehungen bestimmen Wettbewerbsqualität	6
Wachstumsdynamik hat zuletzt wieder an Schub gewonnen	8
Umsatzdynamik soll künftig auch stärker im Ergebnis ankommen	8
Effizienzprogramm und sinkender Investitionsbedarf sollten Profitabilität treiben	9
Akquisitionsgeprägte Bilanzstruktur	10
Cash Flow-Profil dürfte sich in den nächsten Jahren merklich verbessern	11
Leichte Unterbewertung	13
Fazit	14
SWOT	15
Unternehmenshintergrund	19
Segmentbetrachtung	19
Leistungsangebot	21
Akquisitionshistorie	22
Management	23
Aktionärsstruktur	24
Anhang	25
Disclaimer	29

INVESTMENT CASE

Die GK Software SE ist seit 30 Jahren als Softwarespezialist für den Einzelhandel aktiv. Mit seinen Produkten konzentriert sich das Unternehmen auf Filiallösungen und setzt sich dabei keinen spezifischen Branchenfokus, wodurch diese vielseitig einsetzbar sind. Derzeit ist GK u.a. in den Branchen Lebensmittel-Einzelhandel, Luxury, Pharmacy, Consumer Electronics, Fashion & Department Stores, Discount- und Facheinzelhandel, DIY, Tankstellen & Convenience sowie Hospitality vertreten. Neben Deutschland (Umsatzanteil 48,5%) agiert das Unternehmen auch international, insbesondere in den USA und der Schweiz, sodass inzwischen bereits 51,5% der Umsätze in ausländischen Märkten erzielt werden. Wir gehen davon aus, dass ca. 1/3 der internationalen Umsätze auf die USA und ca. 25 bis 30% auf die Schweiz entfallen. Über die weitere Internationalisierung, die Erschließung neuer Marktsegmente und die Entwicklung neuer innovativer Lösungen strebt die Gesellschaft weiter Umsatzwachstum an (CAGR MONE 2019-2026e 7,8%), das sich künftig auch in einer entsprechenden Margensteigerung niederschlagen sollte (MONE EBIT-Marge 2026: 11,5%).

GK/Retail bestimmt Produktmix

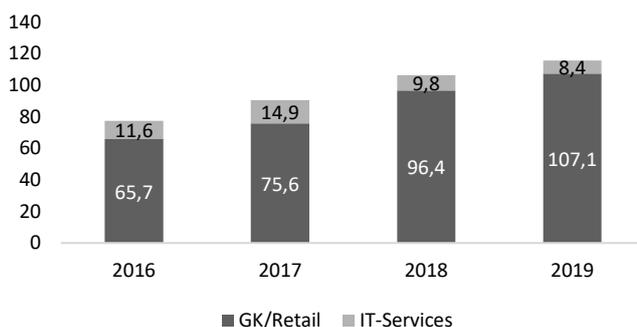
GK Software berichtet in den zwei voneinander abgegrenzten Segmenten GK/Retail und IT-Services. GK/Retail ist im Jahr 2019 für 92,7% des Umsatzes und 100% des Konzern-EBITs verantwortlich gewesen, womit der Bereich als Kernsegment zu identifizieren ist. IT-Services lieferte dagegen zuletzt defizitäre EBIT-Beiträge.

Mit **GK/Retail** bietet das Unternehmen eine Reihe von Softwarelösungen für Einzelhändler an, die über GKs Full-Service-Plattform auch in der Cloud verfügbar sind. Im GK/Retail-Segment arbeitet das Unternehmen sehr eng mit SAP zusammen und erzielt ca. 80% der Neukundengewinnung über von SAP vertriebene GK-Produkte. GK Softwares Kernprodukt ist die **cloud4retail-Plattform**. Die Software ermöglicht die digitale Abbildung einer Vielzahl von für die Wertschöpfungskette des Einzelhandels wesentlicher Prozesse, z.B. Preisfindung, Promotions und mobile Kundenbindung. Zudem ist GK seit 2016 mit seiner Lösung **OmniPOS** (POS = Point of Sale) im Markt aktiv. Mit der Software können Firmen ihre Kundenansprachen vereinheitlichen, Einkaufserlebnisse digitalisieren und Möglichkeiten zum zeit- und ortsunabhängigen Shopping implementieren. Kombinationsmöglichkeiten von In Store- und Online Shopping lassen sich ebenso umsetzen. Die Komponente **AIR (Artificial Intelligence for Retail)** ergänzt das cloud4retail-Angebot GKs um Künstliche Intelligenz und Machine Learning-Ansätze. Das Lösungsangebot setzt dynamische Preisangebote, personalisierte Shopping-Erlebnisse, Fraud Detection-Lösungen und Self-Check-Outs um und nimmt eine stetig wachsende Bedeutung im Produktportfolio des Unternehmens ein.

IT-Services beinhaltet zur Hälfte Hardware- und Managed Service-Geschäfte, die das Unternehmen jedoch aus strategischen Gesichtspunkten nicht weiter fortführt. Die noch bestehenden Altverträge befinden sich in einer drei- bis vierjährigen Auslaufphase. Die andere Umsatzhälfte entstammt aus der Mittelstandslösung euroSUITE. Diese umfasst Produkte außerhalb des SAP-Universums und wird auch zukünftig fortgeführt.

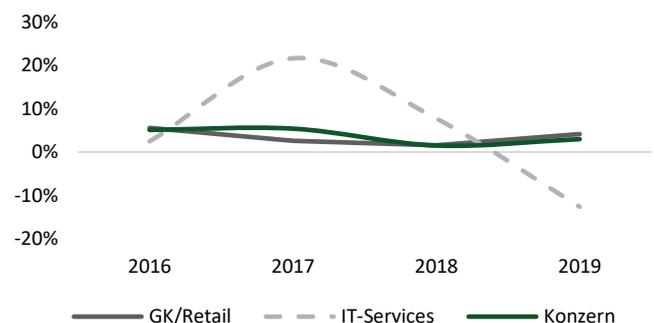
Umsatzverteilung nach Segment von 2016 bis 2019

(in Mio. Euro)



EBIT-Marge nach Segment von 2016 bis 2019

(in %)

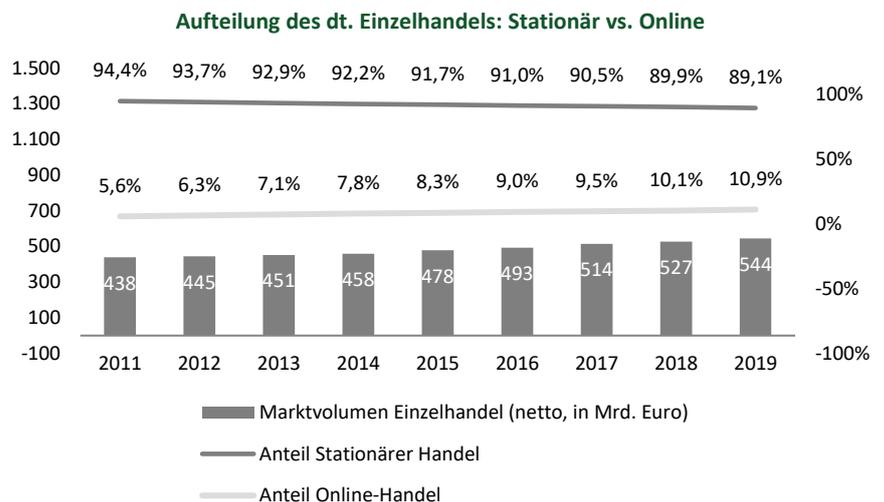


Quelle: Unternehmen

Neben der Segmenteinteilung wurden die Umsatzerlöse des Unternehmens bis 2019 noch in die Kategorien Dienstleistung (Umsatzanteil 53%), Wartung (27%), Lizenzerlöse (Produktlizenzen und kundenindividuelle Software; 18%) und Sonstiges (2%) klassifiziert werden. Die Lizenzerlöse werden zum Großteil noch mit On-Premises-Lösungen generiert und stellen u.E. die Eingangstür zum Kunden dar. Auch der Großteil der Dienstleistungsumsätze dürfte auf Initialprojekte zurückzuführen sein und Projektcharakter haben. Insgesamt sollen sich an die Initialprojekte häufig Folgeprojekte anschließen, die dadurch Züge wiederkehrender Erlösstrukturen aufweisen.

Strukturelle Entwicklungen im Einzelhandel spielen GK-Software in die Karten

Der für GK relevante Markt lässt sich u.E. am ehesten über die Einzelhandelsentwicklung, die Entwicklung der IT-Budgets der Einzelhändler sowie diverse Daten zu POS-Installationen definieren. Der deutsche stationäre Einzelhandel ist von 2011 bis 2019 mit einer CAGR von 2,8% gewachsen, während der Onlinehandel mit einer CAGR von 11,7% zugelegt hat. Dies führt dazu, dass der Online-Anteil am Umsatzvolumen von 5,6% in 2011 auf 10,9% in 2019 gestiegen ist, während sich das gesamte Umsatzvolumen von 438 Mrd. Euro auf 544 Mrd. Euro erhöht hat.



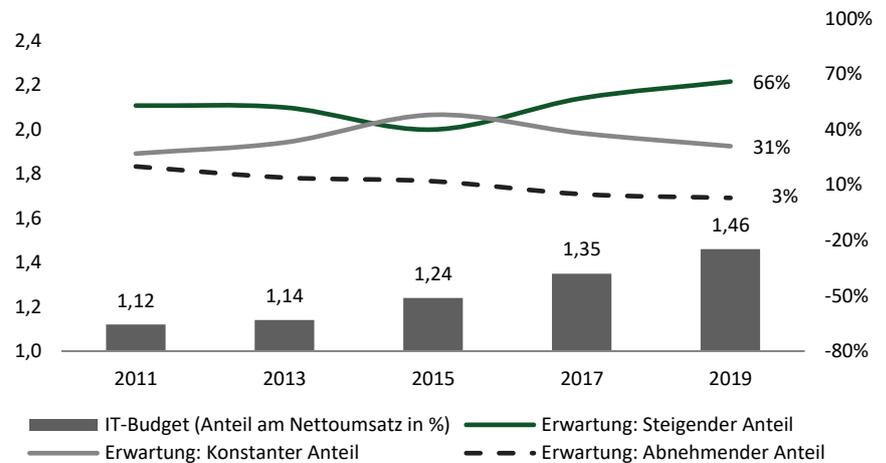
Quelle: HDE Online Monitor 2020

Von 2002 bis 2018 ist die Anzahl der Unternehmen im Einzelhandel in Deutschland zwar von 418.122 auf 338.545 kontinuierlich gesunken (CAGR: -1,3%). Die insgesamt genutzte Verkaufsfläche ist in dieser Periode allerdings von 108,0 auf 125,1 Millionen Quadratmeter angestiegen (CAGR: 0,9%). Dies ist u.E. ein Indiz dafür, dass das Wachstum im Einzelhandel zugunsten großer Filialisten ausfällt. Von dieser Branchenentwicklung sollte GK Software aufgrund des auf diese Kundenstruktur ausgerichteten Produktportfolios besonders profitieren. Dabei nutzen bereits zehn der 50 größten Einzelhändler weltweit Produkte des Unternehmens. In Deutschland bedient GK Software z.B. die drei mit Abstand führenden Einzelhändler (LIDL, Aldi und Edeka).

IT-Bewusstsein der Einzelhändler nimmt weiter stetig zu

Im Investitionsverhalten der Einzelhändler zeigt sich eine wachsende Bedeutung des IT-Budgets, das bezogen auf den Nettoumsatz von ca. 1,1% im Jahr 2011 auf 1,5% im Jahr 2019 angestiegen ist. Zudem hat sich der Anteil der Händler, die anhaltend steigende Investitionen erwarten, in den letzten Jahren weiter erhöht. So gehen aktuell 66% der deutschen Einzelhändler von einer zunehmenden Investitionsquote aus. 2011 lag dieser Wert noch bei 53%.

IT-Budgets der deutschen Einzelhändler 2011 bis 2019



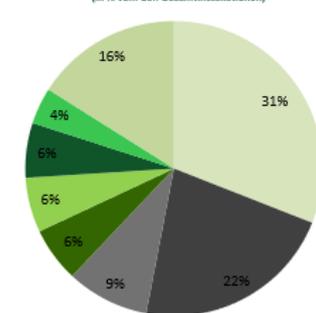
Quelle: EHI, IT-Trends im Handel, 2019

Weltweit erreichten die Einzelhandelsausgaben für Technologie 2019 bei einem Wachstum von 3,6% yoy ein Marktvolumen von 203,6 Mrd. US-Dollar. Neben der Software sieht die Marktforschungsgesellschaft Gartner im Einzelhandel insbesondere in folgenden Bereichen Investitionsbedarf: Plattformen für Analytik, digitales Marketing, mobile Anwendungen, E-Commerce und KI. Hier setzt auch GK Software mit einer Reihe von neuen Lösungen an, die speziell diese Bereiche adressieren und zu fortlaufendem Wachstum führen sollen.

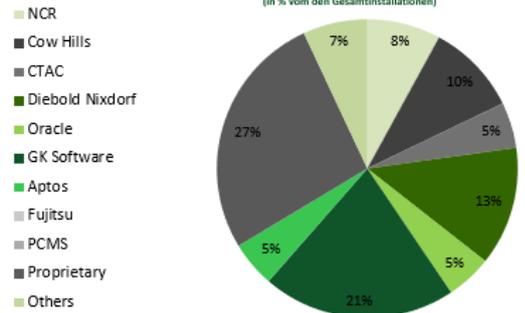
GK baut Marktanteil unter den POS-Anbietern weiter aus

GKs Softwareprodukte adressieren dabei vor allem die unmittelbaren Verkaufsorte der Einzelhändler. Der Erfolg GKs zeigt sich auch in Industriestudien zu jenen Softwareanbietern, die weltweit über mehr als 1.000 POS-Installationen (u.a. Kassen, mobile Geräte und Server) verfügen. Hier liegt GK Software mit einem Marktanteil von 6% auf dem sechsten Platz (Stand: Juni 2019). Noch deutlicher wird dies bei den Neuinstallationen von Juni 2018 bis 2019. Hier zeigen sich Marktanteilsgewinne durch GK, die mit einem Marktanteil bei den Neuinstallationen von 21% das größte Wachstum aufgewiesen haben.

Marktanteil POS-Gesamtinstallationen (Juni 2019)



Marktanteil POS-Neuinstallationen (2018-2019)



Quelle: RBR, Global POS Software, 2019

Die primären Wachstumstreiber für den globalen POS-Gesamtmarkt resultieren aus der Umstellung der Softwareinfrastruktur der Einzelhändler von klassischen On-Premises-Szenarien auf Cloud-Lösungen und dem überproportional wachsenden Einzelhandels-Markt in den Schwellenländern. Noch im Jahr 2010 haben 9,0% der deutschen Einzelhändler angegeben, dass ihr Investitionsschwerpunkt u.a. auf Kassen- und POS-Systemen liegt. Dieser Anteil hält sich seit 2016 zwischen 16,9 und 19,0%. Auch das mobile Bezahlen am POS gewinnt stetig an Bedeutung. In Deutschland wurde Mobile Payment 2016 von 10,0% der Kunden genutzt. Im Jahr 2019 ist dieser Anteil auf 33% angestiegen. Das gesamte Transaktionsvolumen im Segment Mobile Payment soll 2020 in Deutschland bei 5,5 Mrd.

Euro liegen und bis 2024 voraussichtlich mit einer CAGR von 75,2% auf 51,9 Mrd. Euro ansteigen (Quellen: Statista, Mobile POS Payments, 2020). An dieser Entwicklung sollte auch GK-Software mit speziell auf die Zahlungsabwicklung zugeschnittenen Produkten künftig noch stärker partizipieren.

Omni-Channel- und Technologietrends schaffen weiteres Marktpotenzial

Zudem gewinnen Omni-Channel-Verkaufskonzepte im Einzelhandel stetig an Bedeutung. Studien zufolge erzielen Händler mit erfolgreich umgesetzten Omni-Channel-Strategien höhere Kundenbindungsraten, Umsatzsteigerungen und Kostenrückgänge pro Kundenkontakt im Vergleich zu jenen, die nicht auf Omni-Channel-Konzepte setzen. Augmented Reality (AR) und Künstliche Intelligenz (KI) dürften ebenfalls feste Bestandteile der Digitalisierungsstrategien von Einzelhändlern werden. Der Einsatz von AR-Technologie bietet Händlern Differenzierungsmöglichkeiten und führt u.E. bei Kunden durch die gezielte Vermittlung von Produktangeboten und deren Standorten zu Verkaufstriggern. Dass KI zukünftig einer der Investitionsschwerpunkte des Handels sein dürfte, zeigt sich in der Tatsache, dass im Jahr 2016 erst 4% der Unternehmen im weltweiten Einzelhandel den Einsatz von KI geplant oder bereits angewendet haben. Zwei Jahre später lag dieser Anteil bereits bei 28% (Quelle: Capgemini, Artificial Intelligence, 2018).

Das Zusammenspiel von Omi-Channel-Konzepten, AR und KI sowie die gleichzeitig steigende Verbreitung von Cloud Computing sorgen u.E. für eine weiter starke Nachfrage nach neuen POS-Systemen, die diese Technologien enthalten. Der Einzelhandel steht u.E. erst am Beginn eines neuen Investitionszyklus' und die gegenwärtig positiven Wachstumstrends sollten sich daher fortsetzen. Dank seiner Marktpositionierung im Bereich der POS-Systeme dürfte GK-Software hiervon besonders profitieren. Neben den Neuinstallationen kann GK dafür bereits auf 325.000 Installationen in 59.800 Stores weltweit zurückgreifen. Aufgrund der erläuterten Trends sieht die Gesellschaft Potenzial für insgesamt 140.000 Stores. Davon würden 35% auf Europa, 47% auf die USA und 18% auf die Regionen Lateinamerika, APAC und MENA entfallen.

Zunehmendes Exposure im weltweit größten Einzelhandelsmarkt USA

Besondere Bedeutung für GK hat der US-Retailmarkt. Seit mehr als einem Jahrhundert gilt dieser nach Umsatzvolumen als größter Einzelhandelsmarkt der Welt. Die US-Einzelhandelsumsätze liegen 2019 mit 5,5 Bio. USD noch knapp 3,5% über denen in China. Durch die Corona-Pandemie werden die USA 2020 nach aktuellen Schätzungen zwar temporär überholt, dürften die Spitzenposition in den beiden Folgejahren jedoch zurückerobern (Quelle: eMarketer, Retail Sales, 2020).

Das zunehmende Exposure GKs mit Auslandskunden zeigt, dass der Eintritt des Unternehmens in den wichtigsten Einzelhandelsmarkt der Welt inzwischen gelungen ist. Dadurch hat sich die Gesellschaft ein enormes Umsatz- und Ergebnispotenzial gesichert. Das US-Geschäft hat u.E. im Jahr 2019 bereits einen Umsatzbeitrag von 18 Mio. Euro generiert. Das im Rahmen der Internationalisierungsstrategie gewonnene Know-how könnte zudem für die Erschließung weiterer Märkte genutzt werden.

Starke Kunden- und Lieferantenbeziehungen bestimmen Wettbewerbsqualität

Die langjährigen Kundenbeziehungen zu den größten Einzelhändlern Deutschlands sowie die Lieferantenbeziehung zum stärksten ERP-Systemanbieter SAP festigen die Wettbewerbsposition GK Softwares. Mit seinem speziell auf den Einzelhandel zugeschnittenen Produktangebot adressiert das Unternehmen eine interessante Marktnische, die sich in einer starken Wettbewerbsposition und hohen Marktanteilen ausdrückt. Die vielfältigen Möglichkeiten der Implementierung sowie der hohe Grad an Qualität und Innovation bescheren den Softwareprodukten GKs im Markt zusätzlich eine hohe Reputation.

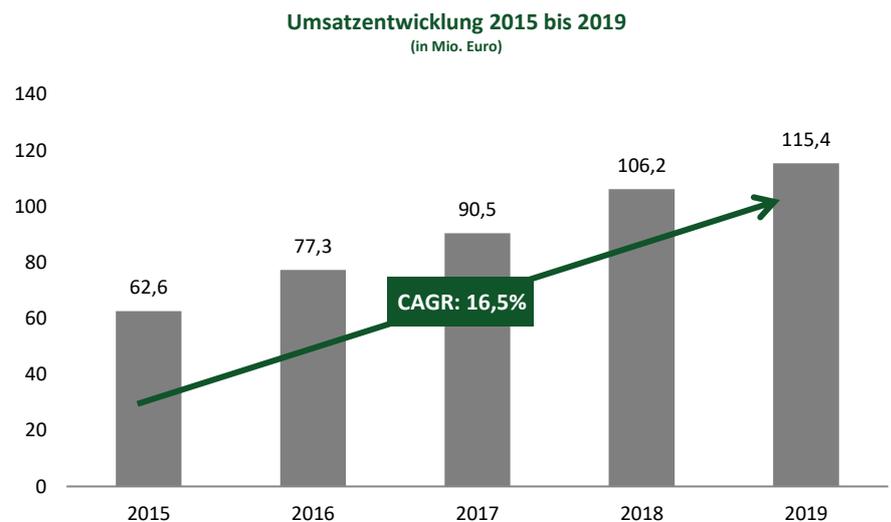
- **Konnektivität mit allen Geräten:** GKs cloud4retail-Plattform ist geräteunabhängig und lässt sich über die Cloud auf nahezu allen Standardgeräten anwenden. Dazu gehören Hardware, Waagen, Self-Checkouts, Selfscanning-Geräte, mobile Datenerfassungsgeräte, Tablets oder Konsumenten-Smartphones. Somit wird es den

Kunden ermöglicht, geräteunabhängig auf alle Produkte der Gesellschaft zuzugreifen und ihren Store-Kunden größtmögliche Flexibilität im Einkaufsverhalten anzubieten.

- **One-Stop-Shop für den Einzelhandel:** Die Gesellschaft betreibt ein speziell auf den Einzelhandel und den Filialbetrieb ausgerichtetes Produktportfolio, das alle wesentlichen Punkte der Wertschöpfungskette und des POS in einer modularen Software abbildet. Die Services der Plattform sind individuell kombinierbar und können sowohl über Private-, Hybrid- oder Public-Clouds gehostet werden. Dabei profitiert das Unternehmen von den aktuellen Markttrends im Sektor, wie zum Beispiel der erhöhten Investitionsbereitschaft der Einzelhändler im Hinblick auf die zukunftssträchtigen Technologien.
- **Langjährige starke Geschäftsbeziehung zu SAP:** GK Software verfügt seit Jahren über eine sehr starke Kooperationsvereinbarung mit SAP, die insbesondere in Europa eine führende Marktstellung unter den ERP-Systemen innehat. Alle Lösungen von GK Software durchlaufen jährlich die Premiumqualifikation durch SAP und werden als Ergänzung ihrer Produkte unter dem Zusatz „by GK“ vertrieben. Damit profitiert GK Software von der starken Marktposition und dem weltweiten Distributionsnetzwerk SAPs, was GK insbesondere auch den internationalen Markteintritt erleichtert. Wir gehen davon aus, dass ca. 80% der Neukundengewinnung über die SAP-Kooperation zustande kommt.
- **Bestehende TIER 1-Kundenbeziehungen:** Im Bereich des Handels verfügt GK-Software über starke Referenzkunden wie zum Beispiel Walmart, Aldi, Lidl, Edeka, Globus, Smyths, Hornbach, Migros, Coop sowie die russische Kette X5. Dabei profitiert der Konzern gleich mehrfach von der bestehenden Kundenstruktur. Zum einen kann die Gesellschaft die Kunden als Leuchtturmkunden vorweisen und mit ihnen unter Beweis stellen, dass sie in der Lage ist, Großprojekte in diesen Größenordnungen zu stemmen. Zum anderen kann das Unternehmen auf eine große bestehende Anzahl von POS-Systemen zurückgreifen, aus der sich Cross-Selling-Potenziale für Produktneuerungen ergeben. Insgesamt betreut das Unternehmen inzwischen 290 Kunden in 63 Ländern und hat bereits ca. 325.000 Installationen durchgeführt. Die Klumpenrisiken, die aus den Schlüsselkunden entstehen, konnten zudem zuletzt reduziert werden. So hat sich der Prozentsatz mit Einzelkunden, die jeweils mehr als 10% Umsatzanteil haben, von 31,5% im Jahr 2018 durch Ausweitung der Kundenbasis auf 16,7% in 2019 reduziert.
- **Technologievorsprung:** Nach eigenen Angaben ist GK den Wettbewerbern zudem technologisch voraus. So soll die GK-Software die umfassendste und modernste Lösung für Omni-Channel-Einzelhändler bieten und sich u.a. durch die Fähigkeit auszeichnen, sehr große internationale Projekte bedienen zu können. Auch deshalb bezeichnet sich der Konzern als Technologie- und Innovationsführer und sieht sich insbesondere in der Adaption neuer Technologien wie Künstlicher Intelligenz und Cloud-Technologien weit vorne. Untermauert wird der technologische Vorsprung des Unternehmens auch mit der letzten Branchenstudie Forrester Wave, in der GK Softwares SAP-Produkten eine führende Rolle zugeschrieben wird. Auch der Industrieexperte IHL Group hat GKs technologisch führende Rolle im Bereich der POS-Software in seiner jüngsten Studie nochmals bestätigt. Durch die Erschließung neuer Segmente (Petrol und Hospitality) sowie die Gewinnung neuer Kundengruppen mit dem 2020 erfolgten Launch des retail 7 SaaS-Angebots für kleine Händler unterstreicht das Unternehmen seine Innovationsfähigkeit. Zudem wird mit Einführung der GetMyGoods-App in Zeiten von Covid-19 sowie der Entwicklung einer cloudbasierten Lösung mit der Bundesdruckerei für die Umsetzung der deutschen Fiskalisierung deutlich, dass sich GK Software kontinuierlich auf veränderte Rahmenbedingungen einstellen kann. Letztere hat das Ziel einer lückenlosen Erfassung jeglicher Kassentransaktionen, weshalb die Systeme u.a. mit einer technischen Sicherungseinrichtung ausgerüstet werden müssen.

Wachstumsdynamik hat zuletzt wieder an Schub gewonnen

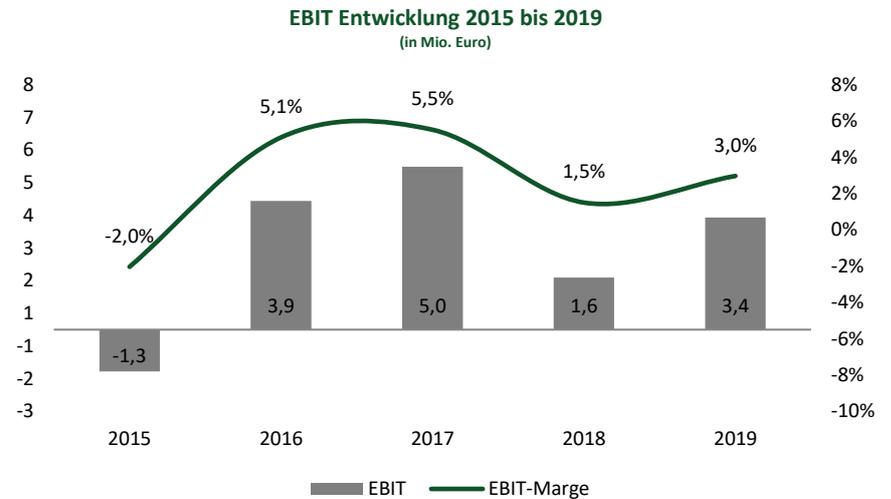
Umsatzseitig verzeichnet GK Software seit Jahren einen starken Wachstumstrend. Die CAGR 2015-2019 liegt bei 16,5%, sodass sich der Umsatz der Gesellschaft auf 115,4 Mio. Euro erhöht hat. Das letzte Geschäftsjahr hat das Unternehmen mit einem Wachstum von rund 8,8% yoy abgeschlossen, wofür allein das Segment GK/Retail verantwortlich war (+11,1% yoy), während IT-Services wie erwartet rückläufige Umsatzerlöse (-14,4% yoy) zeigte. Auf regionaler Ebene konnten sowohl im Deutschland-Geschäft als auch im internationalen Geschäftsfeld weitere Umsatzerfolge (+7,9% yoy; +9,8% yoy) erzielt werden, wobei die internationalen Aktivitäten etwas höhere Wachstumsraten aufwiesen.



Das Wachstum hat im Jahr 2019 im Vergleich zu den Vorperioden zunächst leicht an Dynamik verloren. Dabei stellte sich vor allem das erste Halbjahr 2019 mit einem Umsatzwachstum von „nur noch“ 2,5% yoy als herausfordernd dar. Allerdings zeigte sich der Vorstand aufgrund der Vertriebschancen bereits im Halbjahresbericht zuversichtlich hinsichtlich einer erwarteten „nicht unerheblichen Ausweitung des Umsatzes im GK/Retail Umfeld“. Dazu sollten eine festzustellende erhöhte Entscheidungsbereitschaft sowie gestiegenes Interesse der Kunden an den Cloud-Lösungen und der Omni-POS-Software der Gesellschaft maßgeblich beitragen. Zudem wurde im Halbjahresbericht 2019 von einem deutlich verbesserten Marktzugang in Nordamerika und Afrika berichtet. In H2 2019 gewann die Umsatzdynamik insbesondere im Segment GK/Retail (+15,6% yoy; IT-Services: -2,6% yoy) dann auch wieder an Fahrt, was auf solide Neukundengewinne und die Attraktivität des GK-Lösungsportfolios zurückzuführen ist. Somit ist der Konzernumsatz im zweiten Halbjahr 2019 um insgesamt 14,1% yoy angestiegen.

Umsatzdynamik soll künftig auch stärker im Ergebnis ankommen

Auf der Ergebnisebene ist der Umsatzanstieg bislang deutlich unterproportional angekommen. Das EBIT konnte im Jahr 2017 mit 5,0 Mio. Euro einen EBIT-Höchststand für den Zeitraum 2015 bis 2019 erreichen. Die EBIT-Marge betrug dabei 5,5%. Ein nicht unwesentlicher Anteil des EBIT-Anstieges resultierte dabei jedoch aus stark gestiegenen sonstigen Erträgen (2017: 5,2 Mio. Euro vs. 2016: 1,7 Mio. Euro), sodass das EBIT auf normalisierter Basis in 2017 rückläufig gewesen ist (adj. EBIT: ca. 1,5 Mio. Euro). Ursächlich für den starken Anstieg in den sonstigen Erträgen waren Herabsetzungen in den Wertberichtigungen, Marktbewertungseffekte bei Zins- und Währungsswaps und Anpassungen der Verbindlichkeiten aus Unternehmenserwerben (Aufhebung eines Earn-Outs).



Quelle: Unternehmen

Bei Normalisierung des 2017er EBITs dürfte das operative Ergebnis u.E. im Jahr 2018 leicht auf 1,6 Mio. Euro zugenommen haben. Das Management führte die nur geringe Ergebnissteigerung auf adjustierter Basis von 2017 auf 2018 zudem auf Produktaufwendungen, rückläufige Umsätze im Geschäftssegment IT-Services und nicht realisierte Vertriebschancen zurück.

Im Geschäftsjahr 2019 hat sich das EBIT allerdings mehr als verdoppelt und das Niveau von 3,4 Mio. Euro erreicht. Ursächlich dafür waren insbesondere rückläufige sonstige betriebliche Aufwendungen in Höhe von 22,6 Mio. Euro (Vj. 26,4 Mio. Euro), in denen sich vor allem die um 3,4 Mio. Euro gesunkenen Reise- und Mietkosten bemerkbar machten, was wiederum größtenteils auf die geänderten Rahmenbedingungen in der Bilanzierung von Leasingverhältnissen zurückzuführen ist. Dabei hat GK Software die Leasingmethode (modifizierte retrospektive Methode) verwendet, die auf eine Anpassung der Vorjahreszahlen verzichtet.

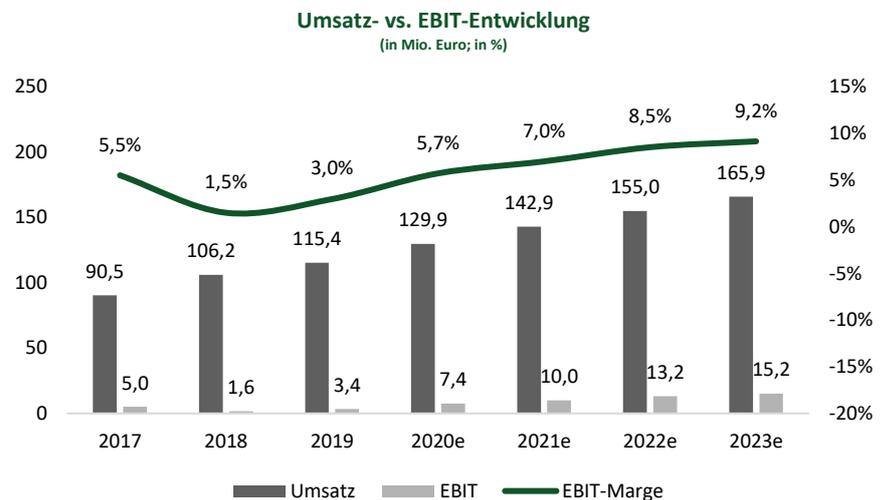
Neben den genannten Sondereffekten waren die letzten Geschäftsjahre GKs von hohen Anlaufinvestitionen für den Aufbau internationaler Geschäftszweige sowie die Integration diverser akquirierter Unternehmen geprägt, was das Ergebnis belastet hat. So hat GK für den Aufbau eines internationalen Geschäftsfeldes stark in Personal investiert. Wie bei vielen anderen IT-Unternehmen sind die Personalkosten bei GK Software der größte Aufwandsfaktor. Im Zuge der Internationalisierung und der Geschäftsfelderweiterung ist der Personalbestand des Unternehmens von 739 in 2015 auf 1.247 Mitarbeiter zum 31.12.2019 angestiegen. Der Personalaufwand ist im gleichen Zeitraum von 39,7 Mio. Euro auf 78,1 Mio. Euro angewachsen und die Personalquote hat sich von 63,4% auf 67,7% erhöht. Nach dem EBIT fallen die Zinsaufwendungen der Gesellschaft stark ins Gewicht. Im Jahr 2019 betragen sie 2,3 Mio. Euro, in H1 2020 1,0 Mio. Euro, womit in 2019 ca. 66,2% des EBITs und in H1 51,9% des EBITs für den Zinsaufwand verwendet werden mussten. Der durchschnittliche Zinssatz des Unternehmens auf das zinstragende Kapital (inkl. Leasing) dürfte zuletzt bei ca. 5,0% gelegen haben. Allerdings soll sich das Ergebnisprofil der Gesellschaft in den nächsten Jahren stark verbessern, wozu das Unternehmen ein Effizienzprogramm auf den Weg gebracht hat, das die Erreichung der in Aussicht gestellten Ziele sicherstellen soll. Zugleich dürften sich die hohen Anlaufkosten für die Produkterweiterung und den Aufbau internationaler Geschäftsfelder künftig besser materialisieren.

Effizienzprogramm und sinkender Investitionsbedarf sollten Profitabilität treiben

Die Profitabilitätssituation des Unternehmens hat GK im Jahr 2019 dazu veranlasst, das Effizienzprogramm „Pro Fit“ zur Verbesserung der Ertragsdynamik zu starten. Hierbei sollen alle Bereiche nach Einsparpotenzialen überprüft werden. Diese Einsparpotenziale sollten bereits im Geschäftsjahr 2019 erste Erfolge zeigen und sich mittelfristig noch stärker materialisieren, was die Gesellschaft auch in ihrer verlängerten Mittelfristprognose

inkludiert hat. Diese stammt ursprünglich bereits aus dem Geschäftsbericht des Jahres 2014 und sah seinerzeit einen um 1,5x höheren Umsatz sowie die Erreichung einer EBIT-Marge von 15% vor. Im Jahr 2015 wurde für die Wachstums- und Margenziele dann das Geschäftsjahr 2018 (Umsatz 2015: 62,6 Mio. Euro) definiert und in 2018 wurde der Zeitraum für die Erreichung des Margenzieles auf 2020 verlängert, während die Wachstumserwartung erfüllt werden konnte. Im Halbjahresbericht 2020 erläutert GK, dass ein fundierter Ausblick für das laufende Geschäftsjahr Corona-bedingt nicht mehr möglich ist, die Erfüllung der Mittelfristprognose ohne die Krise jedoch voraussichtlich erreicht worden wäre.

Die aktuellen Konsensschätzungen für 2020 gehen von einem Umsatz von rund 124,4 Mio. Euro (+7,8% yoy) und einem EBIT von 8,9 Mio. Euro (+160,6% yoy) aus. In H1 2020 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von 56,2 Mio. Euro (+11,7% yoy) und ein EBIT von 2,0 Mio. Euro bzw. eine EBIT-Marge von 3,5% (Vj. -5,0 Mio. Euro; -9,9%). Damit verzeichnete GK zwar umsatz- sowie ergebnisseitig ein attraktives Wachstum, muss zur Erreichung des Margenziels aber noch weiter zulegen. In jedem Fall dürfte das Unternehmen gegenüber dem Vorjahr aber signifikant verbesserte Ergebnisse zeigen. Wir gehen davon aus, dass sich das Ertragsprofil der Gesellschaft nun in den nächsten Jahren wesentlich verbessern dürfte und die Investitionsphase GKs als weitestgehend abgeschlossen bezeichnet werden kann.



Quelle: Unternehmen, Montega

Vor diesem Hintergrund erwarten wir im Zeitraum von 2020 bis 2023 ein jährliches Umsatzwachstum von 8,5%, während das EBIT mit einer CAGR von 27,1% einen überproportionalen Anstieg verzeichnen sollte. Diese Prognose impliziert eine Steigerung der EBIT-Marge von 5,7% auf 9,2%. Der sukzessive Anstieg der EBIT-Marge resultiert insbesondere aus einer im Zeitverlauf sinkenden Personalkostenquote, dem größten Kostenfaktor GK Softwares. Während diese 2019 noch bei 67,7% lag, erwarten wir bis 2023 ein Rückgang auf 62,0%. Bereits im ersten Halbjahr 2020 materialisierten sich die Auswirkungen des Effizienzprogramms in diesem Bereich. Während der Umsatz um 11,7% yoy gestiegen ist, waren die Personalaufwendungen leicht rückläufig.

Akquisitionsgeprägte Bilanzstruktur

Bilanziell ergeben sich bei GK Software einige Besonderheiten. Die größte Bilanzposition auf der Aktivseite der Gesellschaft besteht zum 31.12.2019 aus immateriellen Vermögenswerten (ca. 24,2% der Bilanzsumme), die vor allem das Resultat diverser Akquisitionen sind. Insgesamt werden Geschäfts- oder Firmenwerte von 18,0 Mio. Euro ausgewiesen, was 16% der Bilanzsumme bzw. 43% des Eigenkapitals entspricht. Von 2012 bis 2019 hat GK für insgesamt rund 30 Mio. Euro zugekauft und dabei vor allem in die Erweiterung seiner bestehenden Lösung sowie in den Aufbau eines US-Geschäfts investiert.

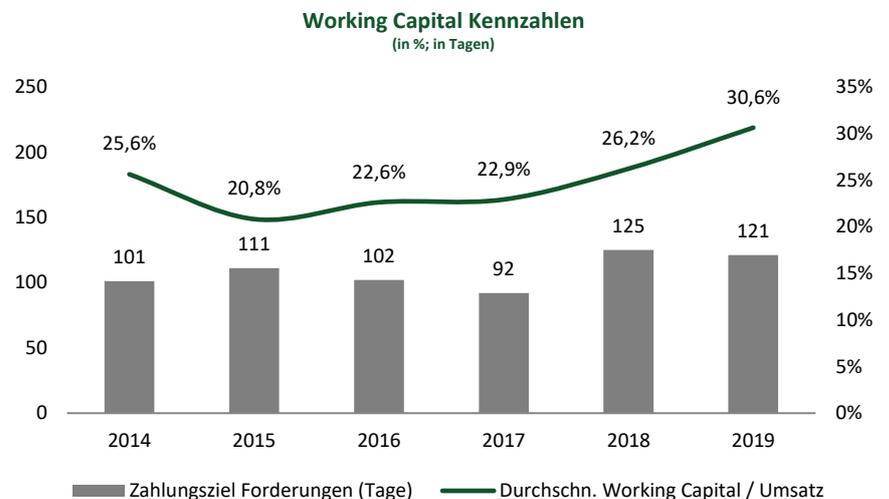
Neben dem Sachanlagevermögen weist GK dem langfristigen Anlagevermögen zudem eine als Finanzinvestition gehaltene Immobilie zu, die derzeit mit einem Zeitwert von 7,0 Mio. Euro in der Bilanz ausgewiesen ist. Hierbei handelt es sich um ein Grundstück mit einem Hotelkomplex, das vom Vorstandsvorsitzenden der Gesellschaft privat erworben, mit einem Erbpachtzins versehen und der GK Software für 25 Jahre zur Verfügung gestellt worden ist. Die Erbpacht für diesen Zeitraum wurde von der Gesellschaft zu Vertragsbeginn in einer Summe an den Vorstandsvorsitzenden gezahlt und als immaterieller Vermögenswert aktiviert. Das Hotel wird von einem nahestehenden Unternehmen betrieben. Der Wertansatz für die Position als Finanzinvestition gehaltene Immobilie wird dann über die Abzinsung der künftigen Pachterträge ermittelt. Die Pachterträge belaufen sich auf jährlich 0,360 Mio. Euro und für den Kapitalisierungszinssatz nimmt das Unternehmen zwischen 4,5% und 5,0% an.

Im kurzfristigen Anlagevermögen ist den Forderungen der Gesellschaft auch die Position Vertragsvermögenswerte in Höhe von knapp 14,3 Mio. Euro zuzuordnen. Die Vertragsvermögenswerte ergeben sich aus der Anwendung der Percentage-of-Completion-Methode. GK schätzt für die Vertragslaufzeit der Fertigungsverträge die tatsächlich anfallenden Arbeitsstunden sowie die in Relation dazu bereits geleisteten Fertigungsstunden und aktiviert die bereits geleisteten Stunden bzw. verbucht den gegenüberstehenden Umsatz entsprechend in ihren Erlösen.

Die Eigenkapitalquote von GK Software hat seit 2015 (68,4%) insgesamt stark abgenommen (2019: 37,0%). Die Finanzverschuldung des Unternehmens hat sich dagegen merklich erhöht und die zinstragenden Verbindlichkeiten betragen zuletzt 36,4 Mio. Euro. Dazu zählen 19,9 Mio. Bank- bzw. Kreditverbindlichkeiten, Pensionsrückstellungen von 2,6 Mio. Euro und eine Wandelschuldverschreibung von 13,9 Mio. Euro mit Fälligkeit im Oktober 2022. Zu den Finanzverbindlichkeiten existieren Covenants, die aber nicht näher benannt werden.

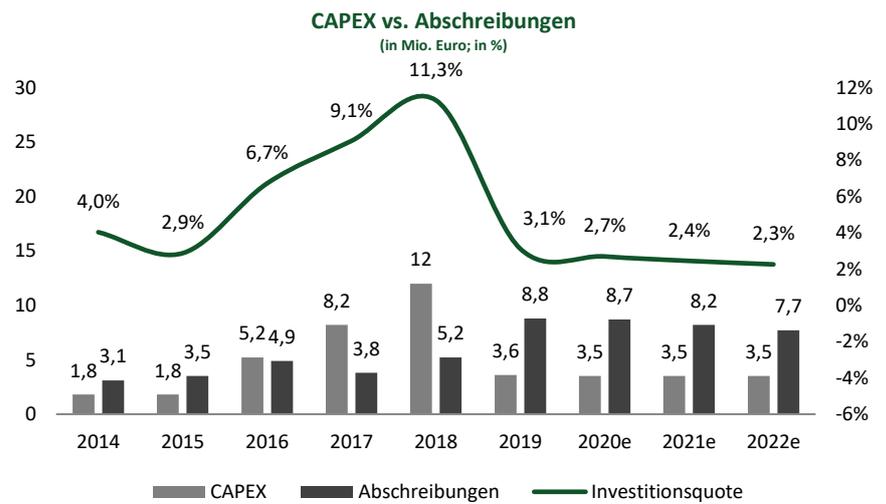
Cash Flow-Profil dürfte sich in den nächsten Jahren merklich verbessern

Das Geschäftsmodell von GK Software ist u.E. durchaus als kapitalintensiv zu bezeichnen. Die Kunden der Gesellschaft, insbesondere die großen Lebensmitteldiscounter, verfügen über hohe Zahlungsziele (DSO 2019: 121 Tage) und nutzen ihre Verhandlungsmacht entsprechend aus. Seit 2014 ist das Working Capital von 11,4 Mio. Euro auf 36,2 Mio. Euro angestiegen, die Working Capital Quote hat sich von 25,6% im Jahr 2015 auf bis zu 30,6% im Jahr 2019 erhöht. Dies führte dazu, dass das zum Teil hohe Working Capital Niveau (Ø 2014 bis 2019: 27,1% vom Umsatz) vom Unternehmen zwischenfinanziert werden musste. Wir führen dies auf die Integration der akquirierten Gesellschaften sowie das noch vorhandene IT-Services Geschäft zurück und gehen davon aus, dass das Working Capital sich auf dem nun erreichten Niveau stabilisieren dürfte und die Working Capital-Quote wieder leicht sinken wird.



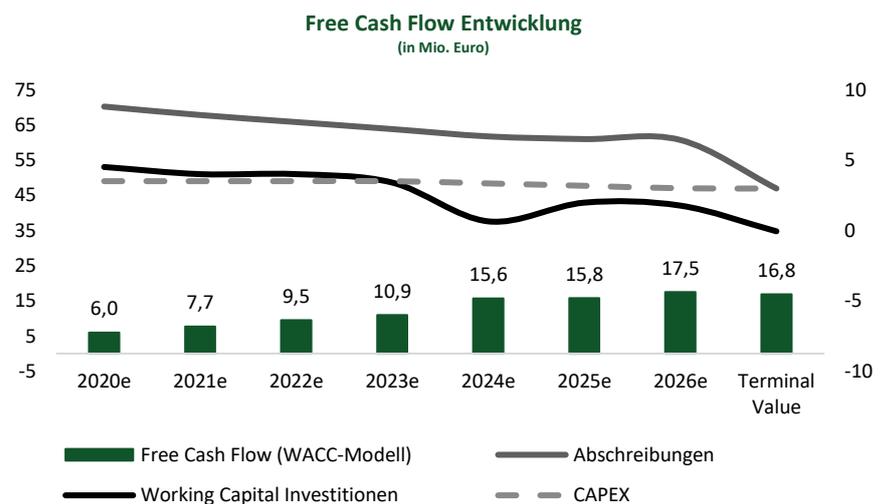
Quelle: Unternehmen

Gleichzeitig waren die CAPEX in den letzten Jahren von hohen Anlaufinvestitionen für das internationale Geschäft sowie Investitionen in den Ausbau der als Finanzanlagen gehaltenen Immobilie (Hotel), des GK Innovation Centers sowie des GK-Campus' geprägt. So sind beispielsweise in 2018 rund 6,7 Mio. Euro in den Ausbau, die Errichtung und die Fertigstellung von Gebäuden investiert worden. Zusätzlich wurden zur Ausstattung neuer Arbeitsplätze weitere 1,8 Mio. Euro aufgewandt. Diese betreffen vor allem die Integration von Mitarbeitern aus akquirierten Einheiten. Wir gehen davon aus, dass diese Investitionen nun abgeschlossen sind und die Wachstumsinvestitionen in die Maintenance-CAPEX-Phase übergehen. Wir rechnen hierfür bis 2026 mit einem sinkenden CAPEX Niveau von 2,7% auf 1,5% vom Umsatz.



Quelle: Unternehmen, Montega

Insgesamt dürfte sich das Cash Flow-Profil durch die nun in Aussicht gestellten positiven Effekte im Working Capital und den CAPEX zukünftig deutlich verbessern.



Quelle: Montega

Dies führt u.E. bei GK zukünftig zu einer erhöhten Flexibilität hinsichtlich der Erschließung weiterer Marktsegmente und Kundengruppen. Ferner könnte die Expansion in bestehenden Märkten z.B. durch weitere strategische Übernahmen vorangetrieben werden.

Leichte Unterbewertung

- **Peergroup-Analyse:** Aufgrund des umfassenden Produktportfolios befinden sich zahlreiche Unternehmen, die technologische Lösungen für die Herausforderungen des Einzelhandels offerieren, im Wettbewerbsumfeld der GK Software. Dies umfasst neben Einzelhandelsspezialisten wie dem Marktführer für Kassensoftware NCR Corporation auch große IT-Unternehmen wie Oracle und Toshiba. Auch SAP ist trotz der Kooperationspartnerschaft als Wettbewerber zu identifizieren. Aus der Peergroup ergibt sich auf EV/EBIT-Basis derzeit eine leichte Überbewertung der Aktie (GK Software 2022e 15,0x vs. Peergroup: 12,0x). Dabei sind die Wettbewerber deutlich größer als GK Software und verfügen über höhere Kapitalmittel sowie Forschungs- und Entwicklungsbudgets. Für Oracle und SAP werden EBIT-Margen von über 40,0% und ca. 30% erwartet. NCR, engster Wettbewerber GKs und führender Hersteller weltweiter POS-Installationen, soll bis 2022 eine EBIT-Marge von 11,7% erreichen, die damit noch unter der Zielmarge GKs von 15,0% liegt. Insgesamt ist GK-Software noch das Unternehmen mit dem geringsten Margenprofil. Allerdings weist GK laut Konsensschätzungen sowie unserer Annahmen noch ein deutlich besseres Wachstumsprofil auf (Umsatz 2020e: +12,5% yoy) als die Peergroup (Ø 2020e: -5,7%), das sich auch in den Folgejahren fortsetzen dürfte und u.E. ein gewisses Premium zur Peergroup rechtfertigt.
- **Historische Bewertung:** Gegenüber historischen Multiples (Ø 5Y EV/EBIT 23,4x) wirkt die Aktie mit einem Multiple 2020 (MONE) von rund 26,7x aktuell leicht überbewertet. Jedoch hat sich die Marktposition GKs in den letzten Jahren erheblich verbessert, weshalb u.E. ein gewisser Bewertungsaufschlag gegenüber historischen Multiples zu rechtfertigen ist.
- **DCF-Verfahren:** Unsere Annahmen für das DCF-Modell reflektieren die weiterhin stabilen Wachstumsaussichten für GK Software. Angesichts der steigenden Bedeutung von Omi-Channel-Konzepten, AR, KI und Cloud Computing erwarten wir auch in den nächsten Jahren eine zunehmende Anzahl von installierten Systemen sowie umfassende Systemanpassungen bei Bestandskunden aufgrund erweiterter Kundenanforderungen. Dies schlägt sich u.E. in einer CAGR 2019-2026e von 7,8% beim Umsatzwachstum nieder. Bei Entwicklung der EBIT-Marge positionieren wir uns konservativer als die Unternehmensguidance (MONE 2024: 10,5% vs. GK Software: ca. 15%).

Aufgrund der zunehmenden Wirkung des 2018 initiierten Effizienzprogramms, der abgeschlossenen Integration akquirierter Unternehmen sowie des sinkenden Investitionsbedarfs verzeichnet GK Software ein steigendes Margenniveau, ein zweistelliges EBIT ist u.E. aber erst ab dem Jahr 2021 zu erwarten. Dies begründen wir durch die u.E. noch begrenzte Preissetzungsmacht, die aus einem wettbewerbsintensiven Marktumfeld resultiert. Ferner ergibt sich aus dem hohen Dienstleistungs- und Wartungsanteil am Umsatz (80%) unserer Ansicht nach eine gewisse Obergrenze des Skalierungspotenzials, da dieser v.a. aus individuellen Änderungsaufträgen resultiert. Ferner basiert die Erhöhung wesentlicher Ergebnisgrößen in den letzten Jahren vor allem auf Einmaleffekten.

Das verwendete Beta von 1,3 berücksichtigt die grundsätzlich stabile Umsatzentwicklung der Lebensmitteleinzelhändler, mit denen GK Software derzeit den Großteil der Umsätze erwirtschaftet. Dabei ist jedoch zu beachten, dass sowohl die Einzelhandels- als auch die Softwarebranche vergleichsweise kurze Zyklen verzeichnet und das Geschäftsmodell somit erhöhten Risiken unterliegt.

Auf Basis unseres Modells haben wir einen fairen Wert von 93,00 Euro für die GK Software-Aktie ermittelt, weshalb wir auf dem gegenwärtigen Kursniveau eine Kaufempfehlung aussprechen.

Fazit

Der erfolgreiche Markteintritt in den USA und weiteren Auslandsmärkten im Rahmen der Internationalisierungsstrategie hat das Ergebnis von GK Software in den letzten Jahren zwar spürbar belastet, dem Unternehmen jedoch auch ein enormes Umsatz- und Ergebnispotenzial gesichert. Die sich vertiefende Partnerschaft mit SAP, der führende Marktanteil an neuen POS-Installationen von Juni 2018 bis Juni 2019 sowie äußerst positive Kundenreferenzen verdeutlichen die hohe Qualität der bereitgestellten Softwareprodukte. Dazu kommt die aus der Innovationsfähigkeit resultierende Erschließung neuer Kundengruppen und Marktsegmente. Insbesondere die cloudbasierte Lösung für Tankstellen sowie die bereits einsatzfähige Software für die Fiskalisierung des deutschen Einzelhandels sichern dem Unternehmen u.E. auch zukünftige Wachstumsmöglichkeiten. Die Dienstleistungs- und Wartungsumsätze (80% Umsatzanteil) weisen einen wiederkehrenden Charakter auf und binden den Kunden erfahrungsgemäß langfristig an das Unternehmen, wodurch sich GK bei einem Vertragsabschluss Folgeaufträge sichert.

Die Produkte von GK Software sind vollständig in der Cloud verfügbar, weisen eine 100% Java, Release- und SOA-Fähigkeit auf und sind branchen- sowie geräteunabhängig einsetzbar. Aufgrund der Flexibilität hinsichtlich sämtlicher Kundenbedürfnisse wird GK Software u.E. in der Digitalisierung von etwaigen Einzelhandelsprozessen eine führende Rolle einnehmen, woraus sich beim Umsatzwachstum bis 2026 eine CAGR von 7,8% ergibt. Eine zweistellige EBIT-Marge erscheint auf Basis der verhaltenen Ergebnisentwicklung der letzten Jahre sowie des wettbewerbsintensiven Marktumfelds kurzfristig zwar ambitioniert, dennoch dürfte das Unternehmen mit dem laufenden Jahr eine spürbare Margensteigerung einleiten und ab dem Jahr 2024 u.E. im zweistelligen Bereich liegen.

GK Software ist erfolgreich in das Krisenjahr 2020 gestartet und hat im Rahmen der H1-Berichterstattung auch einen zuversichtlichen Ausblick auf die weitere Entwicklung gegeben. Das Neukundengeschäft verliert durch die räumliche Distanzierung sowie die Investitionszurückhaltung des Einzelhandels zwar gegenwärtig an Dynamik. Nichtsdestotrotz ist GK u.E. ein führender Nischenplayer, der sich mit seinen Produkten und der strategischen Ausrichtung in einem äußerst bedeutsamen Zukunftsmarkt befindet und sich dort gemeinsam mit SAP durch eine hohe Produktqualität profiliert. Auf dem aktuellen Kursniveau scheint die Aktie leicht unterbewertet, weshalb wir GK Software mit einem Kursziel von 93,00 Euro und dem Rating „Kaufen“ in die Coverage aufnehmen.

SWOT

Die SWOT-Analyse zeigt, dass sich die GK Software in einem sehr kompetitiven Marktumfeld bewegt. Innerhalb des intensiven Wettbewerbs profiliert sich das Unternehmen mit äußerst positiven Kundenreferenzen und einem umfassenden Leistungsangebot in Kooperation mit SAP. Zusammen mit einem speziell auf den Einzelhandel zugeschnittenen Produktportfolio liegen hier u.E. die größten Stärken des Unternehmens. Chancen sehen wir v.a. in der Gewinnung weiterer Marktanteile in ausländischen Märkten, insbesondere im weltgrößten Einzelhandelsmarkt den USA sowie in Cross Selling-Potenzialen aus Produkterweiterungen im Bereich Künstliche Intelligenz und Augmented Reality.

Die größten Schwächen und Risiken sehen wir in den starken Verhandlungspositionen sowohl auf Lieferanten- als auch auf Kundenseite, die für GK Software vor allem für die Durchsetzung seiner Margenziele zum Risiko werden könnten. Hinsichtlich der bereits verschobenen Mittelfristprognose und dem Eintritt in neue Märkte ergeben sich zudem Ausführungsrisiken.

Stärken

- Zu den Kunden GKs zählen zehn der 50 größten Einzelhändler weltweit. Da sich der Wandel im Einzelhandel u.E. zudem zugunsten großer Filialisten entwickelt, dürfte GK Software hier über eine gute Kundenstruktur verfügen.
- Die sich intensivierende Partnerschaft mit SAP (bisher über 70 Projekte) ermöglicht eine weiter steigende Kundenbasis mit attraktiven Wachstumsraten und einem starken Partner.
- Erfolgreiche Internationalisierung (z.B. in Russland und Südafrika) und bereits erfolgter Markteintritt in den USA sowie eine inzwischen bestehende international aufgestellte Organisationsstruktur offenbaren die unternehmerische Flexibilität von GK Software.
- Die Innovationsfähigkeit ermöglicht GK vermehrt die Einbindung von kleinen Händlern sowie dem Petrol- und Hospitality-Segment in eine kanalübergreifende Gesamtstrategie. Seit diesem Jahr stellt das Unternehmen erstmals vollständig in die OmniPOS-Plattform integrierte Lösungen für Einzelhandelstankstellen und deren Convenience Stores bereit.

Schwächen

- Der Großteil der Umsätze und Ergebnisse resultiert aus Geschäften mit wenigen Kunden, wobei es sich in den einzelnen Perioden um wechselnde Einzelhändler handelt.
- Gesetzte Margenziele konnten in den letzten Jahren aufgrund unterschiedlicher Effekte nicht erreicht werden. Möglicherweise realisiert sich die internationale Expansion u.a. durch Covid-19 erst deutlich später als angedacht.
- Aus dem 53%-igen Dienstleistungsanteil an den Umsatzerlösen (Customizing, Anpassungsentwicklungen und Umsetzung von Änderungsaufträgen) resultiert gleichzeitig eine Limitierung des Skalierungspotenzials.

Chancen

- Durch die zunehmende Verlagerung bei POS-Installationen von klassischen On-Premises-Szenarien auf Cloud-Lösungen ergeben sich u.E. auch zukünftig attraktive Wachstumsmöglichkeiten, bei denen insbesondere die Bereiche Künstliche Intelligenz und Augmented Reality Zukunftstechnologien mit starkem Wachstumspotenzial darstellen.

- Mit ihrem auf Omni-Channel-Konzepte ausgelegten Produktangebot, die Covid-19 Pandemie sowie durch den branchentypischen Kostendruck im Einzelhandel adressiert GK Software einen strukturell intakten Nischenmarkt, dessen Wachstumsdynamik und Nachfrage nach technologischen Lösungen ungebrochen scheint.
- Neben der Festigung der Marktposition im Heimatmarkt ergeben sich zusätzliche Wachstumspotenziale in den zuletzt erschlossenen Auslandsmärkten.
- GK Software wird u.E. ein wichtiger Partner für die Umsetzung der deutschen Fiskalisierung sein. Diesbezüglich wurde bereits in Zusammenarbeit mit der Bundesdruckerei die cloudbasierte Lösung der DF Deutsche Fiskal GmbH entwickelt.

Risiken

- Die Covid-19-Pandemie belastet das Neukundengeschäft durch räumliche Distanzierung. Zudem ist GK auch bei einigen Kunden vertreten, bei denen sich eintrübende Geschäftsaussichten zu einem sinkenden Bestandsgeschäft führen könnten, z.B. in der Branche Fashion & Department Stores.
- Durch GK Softwares ambitionierte Margenziele (EBIT-Marge von 15%), die abgeschlossene Integration von akquirierten Unternehmen sowie dem Abschluss der Ramp-up-Phase für den Aufbau von Auslandsmärkten, ergeben sich u.E. Ausführungsrisiken. Die Erreichung der Margenziele wurde bereits mehrfach verschoben und soll sich nun in 2020/2021 materialisieren. Die Ziele könnten nicht erreicht werden, was einen Multiple-Decrease verursachen könnte.
- Rund 80% der Lizenzumsätze im Neugeschäft dürfte GK Software über die Partnerschaft mit SAP erzielen, wodurch sich auf der Lieferantenseite Klumpenrisiken ergeben. Zudem zeigt sich in der Kundenstruktur eine Preissetzungsmacht, die sich in hohen Zahlungszielen niederschlägt (DPO 2019: 8 Tage vs. DSO 2019: 121 Tage). Im Geschäftsjahr 2019 machten Einzelkunden, auf die jeweils mehr als 10% der Umsätze entfallen, 16,7% der Gesamterlöse aus, während dieser Wert im Vorjahr noch 31,5% betrug. Darin sind jedoch auch die SAP-Umsätze enthalten. Während auf SAP zwar der Großteil der Neukundengewinnung (ca. 80%) entfällt, stammen die Folgeprojekte mit diesen Kunden größtenteils aus Direktaufträgen an GK Software.

DCF Modell

Angaben in Mio.Euro	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	Terminal Value
Umsatz	129,9	142,9	155,0	165,9	175,8	185,5	194,8	198,7
<i>Veränderung</i>	12,5%	10,0%	8,5%	7,0%	6,0%	5,5%	5,0%	2,0%
EBIT	7,4	10,0	13,2	15,2	18,5	20,4	22,4	23,8
<i>EBIT-Marge</i>	5,7%	7,0%	8,5%	9,2%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
NOPAT	5,2	7,0	9,3	10,6	12,9	14,3	15,7	16,7
Abschreibungen	8,8	8,2	7,7	7,2	6,7	6,5	6,4	3,0
<i>in % vom Umsatz</i>	6,8%	5,7%	5,0%	4,3%	3,8%	3,5%	3,3%	1,5%
Liquiditätsveränderung								
- Working Capital	-4,5	-4,0	-4,0	-3,4	-0,6	-2,0	-1,8	0,1
- Investitionen	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,3	-3,2	-3,0	-3,0
<i>Investitionsquote</i>	2,7%	2,4%	2,3%	2,1%	1,9%	1,7%	1,5%	1,5%
Übriges	0,0							
Free Cash Flow (WACC-Modell)	6,0	7,7	9,5	10,9	15,6	15,8	17,5	16,8
WACC	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Present Value	6,0	7,1	8,1	8,7	11,5	10,8	11,0	164,6
Kumuliert	6,0	13,1	21,3	29,9	41,4	52,2	63,2	227,9

Wertermittlung (Mio. Euro)

Total present value (Tpv)	227,9
Terminal Value	164,6
Anteil vom Tpv-Wert	72%
Verbindlichkeiten	46,7
Liquide Mittel	8,1
Eigenkapitalwert	189,3

Aktienzahl (Mio.)	2,04
Wert je Aktie (Euro)	92,68
+Upside / -Downside	10%
Aktienkurs (Euro)	84,40

Modellparameter

Fremdkapitalquote	40,0%
Fremdkapitalzins	5,0%
Marktrendite	9,0%
risikofreie Rendite	2,50%
Beta	1,30
WACC	8,0%
ewiges Wachstum	2,0%

Quelle: Montega

Annahmen: Umsatzwachstumsraten und Margenerwartungen

Kurzfristiges Umsatzwachstum	2020-2023	8,5%
Mittelfristiges Umsatzwachstum	2020-2026	7,0%
Langfristiges Umsatzwachstum	ab 2027	2,0%
EBIT-Marge	2020-2023	7,6%
EBIT-Marge	2020-2026	9,1%
Langfristige EBIT-Marge	ab 2027	12,0%

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) ewiges Wachstum

WACC	1,25%	1,75%	2,00%	2,25%	2,75%
8,47%	76,12	80,92	83,60	86,49	93,04
8,22%	79,76	85,01	87,95	91,14	98,39
7,97%	83,68	89,44	92,68	96,20	104,26
7,72%	87,91	94,24	97,82	101,73	110,72
7,47%	92,49	99,47	103,44	107,80	117,88

Sensitivität Wert je Aktie (Euro) EBIT-Marge ab 2027e

WACC	11,50%	11,75%	12,00%	12,25%	12,50%
8,47%	80,62	82,11	83,60	85,09	86,58
8,22%	84,80	86,38	87,95	89,53	91,10
7,97%	89,34	91,01	92,68	94,34	96,01
7,72%	94,29	96,05	97,82	99,59	101,36
7,47%	99,69	101,57	103,44	105,32	107,20

Peergroup GK Software SE

Unternehmen	Kurs (LW)	EV / Umsatz			Umsatzwachstum (yoy)		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
SAP SE	141,50	6,30	5,86	5,41	2,2%	7,6%	8,2%
Oracle Corporation	59,03	5,44	5,41	5,30	-1,1%	0,5%	2,1%
NCR Corporation	21,05	1,20	1,13	1,12	-8,6%	5,3%	1,4%
Diebold Nixdorf, Incorporated	8,99	0,81	0,75	0,76	-12,7%	7,9%	-1,2%
Toshiba Corporation	3125,00	0,60	0,63	0,60	-8,1%	-5,3%	6,0%
Mittelwert		2,87	2,76	2,64	-5,7%	3,2%	3,3%
GK Software SE	84,40	1,53	1,39	1,28	12,5%	10,0%	8,5%
Potenzial/Differenz		87,6%	98,4%	106,0%	18,2%	6,8%	5,2%
Fairer Wert je Aktie		169,60	180,00	187,40			

Unternehmen	EV (Mio. LW)	EV / EBIT			EBIT-Marge		
		2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e
SAP SE	178.043,6	20,98	18,69	16,73	30,0%	31,3%	32,4%
Oracle Corporation	212.442,3	12,22	12,05	11,79	44,5%	44,9%	45,0%
NCR Corporation	7.556,8	13,79	10,82	9,60	8,7%	10,5%	11,7%
Diebold Nixdorf, Incorporated	3.120,3	11,05	9,41	10,07	7,3%	8,0%	7,6%
Toshiba Corporation	2.030.055,4	15,56	15,19	11,74	3,8%	4,2%	5,1%
Mittelwert		14,72	13,23	11,99	18,9%	19,8%	20,3%
GK Software SE	198,6	26,71	19,83	15,02	5,7%	7,0%	8,5%
Potenzial/Differenz		-44,9%	-33,3%	-20,2%	-13,2%	-12,8%	-11,8%
Fairer Wert je Aktie		40,70	52,00	64,80			

Quelle: Unternehmen, Montega, Capital IQ

UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die 1990 gegründete GK Software SE tritt als führender Softwarepartner für den Einzelhandel in Erscheinung. Mit den angebotenen modularen Softwarelösungen (Lizenzen) sowie Programmier- und Wartungsdienstleistungen fokussiert sich das Unternehmen insbesondere auf Lösungen für Filialunternehmen. Dazu bedient die Gesellschaft bereits eine installierte Basis von 325.000 Systemen in 63 Ländern und 59.800 Stores bei insgesamt 290 Kunden unterschiedlicher Größe. Laut diversen Studien belegt GK Software einen führenden Platz unter den Software-Anbietern mit einem Fokus auf Point of Sale (POS) Systemen. Zu den Kunden gehören zehn der 50 größten Einzelhändler weltweit. Dabei sind GKs Handelslösungen grundsätzlich branchen- und geräteunabhängig nutzbar. Sie eignen sich u.a. für die Bereiche Lebensmittel-Einzelhandel, Luxury, Pharmacy, Consumer Electronics, Fashion & Department Stores, Discount- und Facheinzelhandel, DIY, Tankstellen & Convenience sowie Hospitality. Das Unternehmen beschäftigt 1.132 Mitarbeiter und erzielte im Jahr 2019 Umsatzerlöse von 115,5 Mio. Euro.

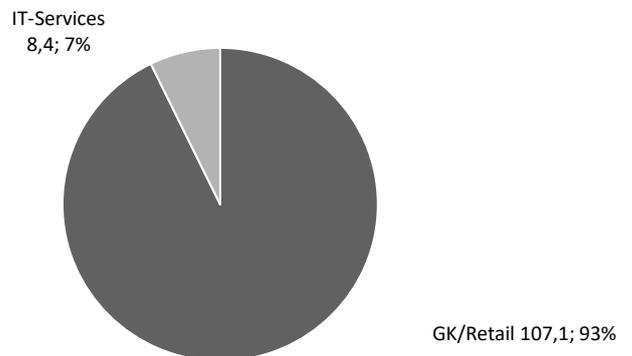


Quelle: Unternehmen, Montega

Segmentbetrachtung

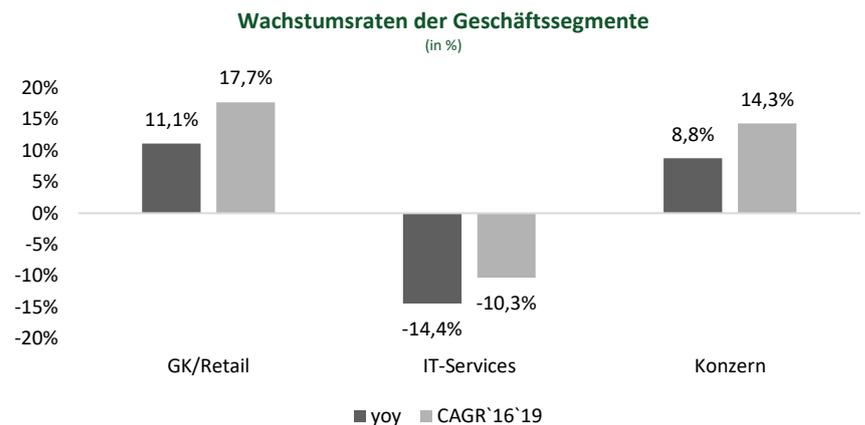
Die GK Software SE klassifiziert seine Geschäftstätigkeit in zwei Segmente:

Umsätze nach Geschäftsbereichen in 2019
(in Mio. Euro; in % vom Gesamtumsatz)



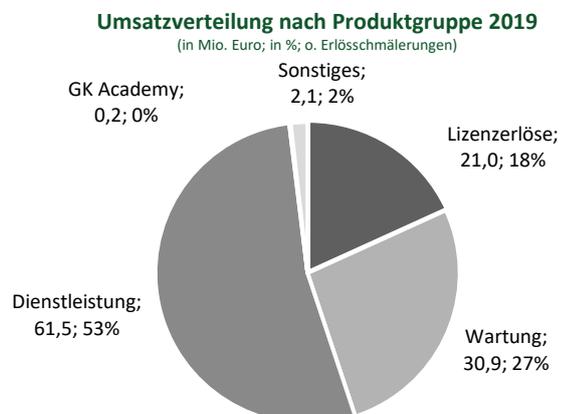
Quelle: Unternehmen

Das Wachstum wird dabei vom Kerngeschäftsfeld GK/Retail (93% vom Konzernumsatz; 100% des Konzern-EBITs) getragen. Die relative Bedeutung der beiden Segmente hat sich in den letzten Jahren immer weiter verschoben. Im Geschäftsjahr 2015 wies das Segment IT-Services noch einen Umsatzbeitrag von knapp 20% auf. Die Entwicklung resultiert u.a. aus der Entscheidung, dass der darin enthaltene Bereich Hardware-Services nicht mehr aktiv betrieben werden soll. Der restliche Umsatz wird in diesem Segment mit der Softwarelösung Eurosuite für kleine und mittlere Einzelhändler erwirtschaftet, die auch SAP unabhängige Produkte und insbesondere Lösungen für kleinere Einzelhändler abbilden kann. Im Kernsegment GK/Retail sind alle weiteren Umsätze mit Einzelhändlern, die insbesondere mehr als 1.000 Systeme betreiben (Kassen, mobile Geräte, Server), gebündelt.



Quelle: Unternehmen

Neben der Segmenteinteilung ließen sich GK Softwares Umsätze bis zum Geschäftsjahresende 2019 noch über die Kategorien, Dienstleistungen, Produktlizenzen, Sonstiges und Wartung klassifizieren. Der größte Umsatzanteil resultiert 2019 aus Dienstleistungen (53%). Dieser Bereich umfasst neben Anpassungsentwicklungen während der Einführung die laufende Umsetzung von Änderungsaufträgen. Anpassungen dieser Art resultieren aus erweiterten Kundenanforderungen, z.B. der Integration neuer Bonussysteme. Zudem werden die Produktberatung und das Projektmanagement den Dienstleistungen zugeordnet. In den Bereich Wartung (27% vom Konzernumsatz) fallen etwaige kostenpflichtige Fehler- und Störungsbehebungen und aus den Produktlizenzen resultiert lediglich ein Umsatzanteil von 18%. Sie stellen dem Grunde nach das Eingangstor zum Kunden dar, aus dem sich dann Folgedienstleistungsaufträge und Wartungen ergeben können.



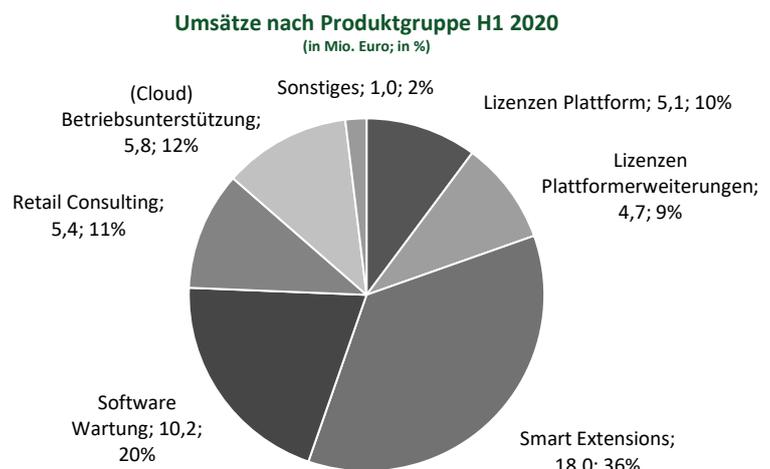
Quelle: Unternehmen

Beginnend mit dem Halbjahresbericht 2020 werden die Umsätze im Sinne einer erhöhten Transparenz und Eindeutigkeit neben der Unterteilung in die beiden Segmente GK/Retail und IT-Services in einem neuen Schema gegliedert, welches das vorangegangene ersetzen wird. Die Intention liegt darin, v.a. den hohen Dienstleistungsanteil an den Umsätzen weiter aufzugliedern und hervorzuheben, welche Erlöse einen wiederkehrenden Charakter aufweisen. So trägt GK Software auch dem Plattformgedanken Rechnung, der sich in den letzten zwei Jahren aufgrund der technischen Umstellung der angebotenen Lösungen auf eine in der Cloud heimischen Plattform intensiviert hat.

Dem Bereich Lizenzen und Software sind folgende Umsatzarten untergeordnet: „Lizenzen Plattform“ (Klassische, einmalige Erlöse aus der Initiaillizenz), „Lizenzen Plattformerweiterungen“ (große Produkterweiterungen wiederkehrenden Charakters) und „Smart Extension“ (kleinere Produkterweiterungen wiederkehrenden Charakters). Der wichtigste Unterschied zwischen den „Lizenzen Plattformerweiterungen“ und „Smart Extensions“ liegt darin, dass Erstere der vertraglichen Wartungspflicht unterliegen und somit in den Folgejahren Wartungserlöse einbringen.

Die Erlöse aus Softwarewartungsverträgen tragen die Bezeichnung „Software Wartung“ und werden standardmäßig bei einer Lizenzvereinbarung abgeschlossen. Sie liegen u.E. jährlich zwischen 17-21% der Initiaillizenzlerlöse und umfassen Umsätze aus der permanenten Verbesserung der Standardsoftwareprodukte hinsichtlich Leistung, Funktionalität und Sicherheit.

Im ersten Halbjahr 2020 stellt sich die Umsatzverteilung folgendermaßen dar:



Quelle: Unternehmen

Leistungsangebot

Die **cloud4retail-Plattform** fasst das Lösungsangebot der GK Software zusammen und steht im Zentrum des Geschäftsmodells. Sie ist als Full-Service-Plattform vollständig in der Cloud verfügbar. Aufgrund ihrer Architektur ist sie branchen- und geräteunabhängig einsetzbar und weist eine 100% Java, Release- und SOA-Fähigkeit auf. SAP vertreibt im Rahmen eines Resellervertrages nahezu das gesamte Portfolio der cloud-4retail-Plattform in identischer Ausprägung unter eigenem Produktnamen.

OmniPOS ist Bestandteil der cloud4retail-Plattform und ermöglicht den Händlern POS-Funktionalität an jedem Ort, zu jeder Zeit und auf jedem Gerät. Die Funktionen sind bei gleichzeitigem Betrieb von tausenden Kunden sowohl modular zentral als auch lokal verfügbar. Das Leistungsangebot geht über Kassenfunktionen hinaus und kann in jeglichen filialbezogenen Geschäftsprozessen eingesetzt werden. GK Software bietet somit u.a. auch auf individuelle Kundenanforderungen zugeschnittene Lösungen für Instore-Merchandising, Cash Management und Preisauszeichnungen an.

Neben den Kernprodukten offeriert der Konzern weitere Lösungen, die meistens in Kombination mit OmniPOS eingesetzt, aber auch separat vertrieben werden. Dazu gehört z.B. die cloudbasierte Lösung Mobile Customer Assistant, wodurch Einzelhändler ihren Kunden eigene Smartphone-Apps anbieten können. Zudem deckt die KI-Plattform Artificial Intelligence for Retail (AIR) handelsspezifische Individualisierungs- und Optimierungsaufgaben wie z.B. Dynamic Pricing ab. Im amerikanischen Markt bietet GK Software zudem eine marktführende Lösung für die Zahlungsabwicklung an. Ferner wird im Segment IT-Services unter dem Namen euroSUITE eine Einzelhandelssoftware für den mittelständischen Einzelhandel vertrieben.

Akquisitionshistorie

Seit 2012 hat GK Software für ca. 30 Mio. Euro Akquisitionen getätigt, um insbesondere die bestehenden Lösungen zu erweitern und das US-Geschäft auszubauen.

Akquisition	Datum	Kaufpreis	Anteil
AWEK GmbH	10.12.2012	3 Mio. Euro*	100,00%
Die AWEK-Gruppe war der größte unabhängige Anbieter von 1st- und 2nd-Level-Supportservices und flächendeckenden Fieldservices für den deutschen Einzelhandel. Die Akquisition stellt eine Erweiterung des Produktportfolios um Wartung für Fremdsoftware sowie von Hardware unterschiedlicher Hersteller sowie Rollout-Services und Staging (Erstbetankung von Systemen) dar.			
DBS Inc.	18.03.2015	18,9 Mio. Euro	100,00%
Erwerb der Retail & Programming Division der DBS Data Business Systems Inc. Die Akquisition diente dem Aufbau eines US-Geschäftszweiges. Mit der Übernahme hat sich GK einen Kundenstamm in den USA und Expertise in der Abwicklung bargeldloser Zahlungen eingekauft. Umsatz- und EBITDA der Division sollen vor der Akquisition 6,4 Mio. USD und 2,6 Mio. USD betragen haben.			
prudsys AG	01.11.2017	4,5 Mio. Euro	80,10%
Die prudsys AG ist ein Anbieter im Bereich künstliche Intelligenz. Mit der Übernahme eines Mehrheitsanteils an der Gesellschaft verspricht sich GK den Eintritt in Personalisierungs- und Dynamic Pricing Lösungen für den Einzelhandel. Mit prudsys Lösungen sollen z.B. Preis-Absatz-Funktionen und Preiselastizitäten in Echtzeit berechenbar und optimierbar werden. Der Umsatzbeitrag in 2017 betrug 0,7 Mio. Euro, bei Übernahme zum 01.01.2017 hätte der Umsatzbeitrag 3,8 Mio. Euro und der Gewinnanteil 0,3 Mio. Euro lt. Unternehmensangaben betragen.			
Valuephone GmbH	07.06.2018	4,4 Mio. Euro	100,00%
Valuephone hat eine mobile Konsumentenlösung entwickelt, die von SAP unter dem Namen Mobile Consumer Assistant by GK vertrieben wird. Ziel der Akquisition war der Einkauf von Technologie. Insbesondere die von der Valuephone betriebene Plattform zur individuellen Kundenbindung, die Einzelhändlern permanentes mobiles Marketing erlaubt und vielfältige digitale Dienste ermöglichen soll (Einkaufs-App, Promotions, Mobile Couponing, Mobile Payment und Bonus-Punkte Programme). Unter den Altgesellschaftern der Valuephone befand sich auch eine nahestehende Person, die jedoch nicht umfassender bezeichnet wird.			

Quelle: Unternehmen *MONE

Management

Das operative Geschäft wird derzeit von ressort-spezifischen Direktoren geleitet. Im Vorstand sind der Unternehmensmitgründer Rainer Gläß (CEO) sowie André Hergert (CFO) tätig.



Rainer Gläß gründete 1990 mit Stephan Kronmüller die G&K Datensysteme. Zuvor schloss er sein Studium der Informationstechnologie als Diplomingenieur ab und war mehrere Jahre als Anwendungsprogrammierer und Projektleiter in verschiedenen Branchen der Softwareentwicklung tätig.



André Hergert ist seit 2008 Vorstandsmitglied der GK Software SE. Auf sein Studium der Betriebswirtschaft und Politikwissenschaft folgten Tätigkeiten als Accounting Manager und Director Finance in verschiedenen Unternehmen der IT- und Finanzbranche. Zudem weist Herr Hergert eine rund zweijährige Tätigkeit als Partner einer Unternehmensberatung mit dem Fokus M&A Consulting, Strategieberatung und Entwicklung des internen und externen Berichtswesens auf.



Harald Göbel ist seit 2013 bei der GK Software SE tätig und verantwortet seit 2015 als Senior Vice President den Bereich Customer Solutions & Services. Aufgrund führender Positionen bei großen und internationalen Unternehmen, in dessen Rahmen er u.a. die Umsetzung von bedeutenden IT-Projekten bei großen Einzelhandelsunternehmen leitete, verfügt Herr Göbel über eine 35-jährige Retail- und IT-Expertise.



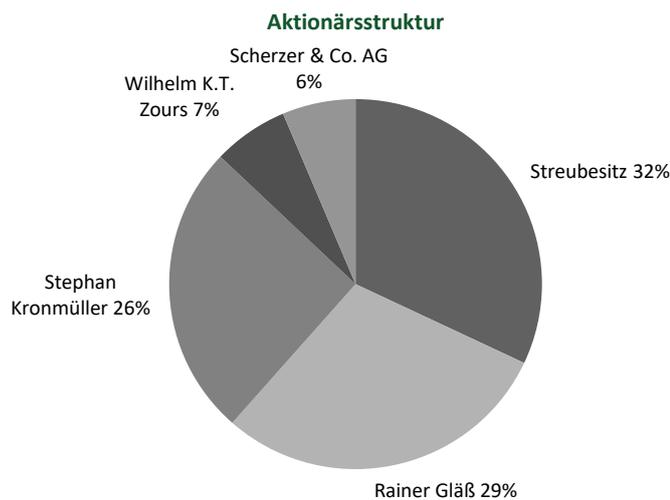
Michael Jaszcyk übernahm Ende 2010 zunächst die Geschäftsleitung des Bereiches Open Scale und wurde im November 2011 zum CTO der GK Software SE bestellt. Zuvor war er im Bereich der Softwareentwicklung sowie als verantwortlicher Manager internationaler IT-Unternehmen tätig.



Michael Scheibner ist seit 2009 für das Partnermanagement, die Entwicklung strategischer Themen sowie den Aufbau und die Konsolidierung von GK Software Afrika zuständig. Durch Positionen bei international führenden Unternehmen verfügt Herr Scheibner über 15 Jahre Erfahrung in der IT-Branche.

Aktionärsstruktur

Die GK Software SE hat 2.042.450 auf den Inhaber lautende Aktien ausgegeben. Rund 55% der Anteile werden durch die Unternehmensgründer Rainer Gläß (CEO) und Stephan Kronmüller gehalten. Weitere 6,55% der Aktien befinden sich im Besitz von Wilhelm K.T. Zours (davon u.a. 3,18% Deutsche Balaton Aktiengesellschaft, Heidelberg). Zudem hält die Scherzer & Co. AG einen Anteil i.H.v. 6,36%.



Quelle: Unternehmen

ANHANG

G&V (in Mio. Euro) GK Software SE	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	90,5	106,2	115,4	129,9	142,9	155,0
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	90,5	106,2	115,4	129,9	142,9	155,0
Materialaufwand	8,5	7,7	6,2	9,1	10,0	10,9
Rohhertrag	81,9	98,4	109,2	120,8	132,9	144,2
Personalaufwendungen	57,8	68,8	78,1	81,2	88,9	96,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,5	26,4	22,7	26,6	29,3	31,0
Sonstige betriebliche Erträge	5,2	3,6	3,8	3,2	3,6	3,9
EBITDA	8,8	6,8	12,3	16,2	18,2	20,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,8	5,2	8,8	2,9	2,7	2,5
EBITA	5,0	1,6	3,4	13,3	15,5	18,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	5,9	5,5	5,2
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	5,0	1,6	3,4	7,4	10,0	13,2
Finanzergebnis	-0,7	-1,4	-2,2	-2,0	-2,0	-2,0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	4,3	0,2	1,2	5,4	8,0	11,2
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	4,3	0,2	1,2	5,4	8,0	11,2
EE-Steuern	0,5	-0,8	4,4	1,6	2,4	3,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,9	0,9	-3,1	3,8	5,6	7,8
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,9	0,9	-3,1	3,8	5,6	7,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	3,9	0,9	-3,1	3,8	5,6	7,8

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

G&V (in % vom Umsatz) GK Software SE	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Gesamtleistung	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Materialaufwand	9,4%	7,3%	5,4%	7,0%	7,0%	7,0%
Rohhertrag	90,6%	92,7%	94,6%	93,0%	93,0%	93,0%
Personalaufwendungen	63,9%	64,8%	67,7%	62,5%	62,3%	62,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	22,7%	24,9%	19,6%	20,5%	20,5%	20,0%
Sonstige betriebliche Erträge	5,7%	3,4%	3,3%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA	9,7%	6,4%	10,6%	12,5%	12,8%	13,5%
Abschreibungen auf Sachanlagen	4,2%	4,9%	7,6%	2,2%	1,9%	1,6%
EBITA	5,5%	1,5%	3,0%	10,3%	10,9%	11,9%
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0%	0,0%	0,0%	4,5%	3,8%	3,4%
Impairment Charges und Amortisation Goodwill	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBIT	5,5%	1,5%	3,0%	5,7%	7,0%	8,5%
Finanzergebnis	-0,7%	-1,3%	-1,9%	-1,6%	-1,4%	-1,3%
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	4,8%	0,2%	1,1%	4,2%	5,6%	7,2%
Außerordentliches Ergebnis	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EBT	4,8%	0,2%	1,1%	4,2%	5,6%	7,2%
EE-Steuern	0,5%	-0,7%	3,8%	1,2%	1,7%	2,2%
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,3%	0,9%	-2,7%	2,9%	3,9%	5,1%
Ergebnis aus nicht fortgeführter Geschäftstätigkeit (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,3%	0,9%	-2,7%	2,9%	3,9%	5,1%
Anteile Dritter	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Jahresüberschuss	4,3%	0,9%	-2,7%	2,9%	3,9%	5,1%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in Mio. Euro) GK Software SE	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	25,4	29,8	36,5	31,9	27,6	23,7
Sachanlagen	14,2	17,2	17,0	16,3	15,9	15,6
Finanzanlagen	0,0	5,8	6,4	6,4	6,4	6,4
Anlagevermögen	39,6	52,8	59,9	54,6	49,9	45,7
Vorräte	1,0	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	22,8	36,3	38,3	43,0	47,3	51,4
Liquide Mittel	30,5	11,8	8,1	12,7	18,9	27,0
Sonstige Vermögensgegenstände	12,7	9,8	7,5	7,5	7,5	7,5
Umlaufvermögen	67,0	58,4	54,3	63,7	74,3	86,5
Bilanzsumme	106,6	111,2	114,2	118,3	124,2	132,2
PASSIVA						
Eigenkapital	37,6	39,2	41,3	45,0	50,6	58,4
Anteile Dritter	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Rückstellungen	3,7	3,1	4,6	4,6	4,6	4,6
Zinstragende Verbindlichkeiten	32,3	34,8	42,8	42,8	42,8	42,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,8	2,4	2,5	2,8	3,1	3,3
Sonstige Verbindlichkeiten	30,1	30,7	21,9	21,9	21,9	21,9
Verbindlichkeiten	67,9	70,9	71,9	72,2	72,5	72,7
Bilanzsumme	106,6	111,2	114,2	118,3	124,2	132,2

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

Bilanz (in % der Bilanzsumme) GK Software SE	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
AKTIVA						
Immaterielle Vermögensgegenstände	23,8%	26,8%	32,0%	26,9%	22,2%	17,9%
Sachanlagen	13,3%	15,5%	14,9%	13,8%	12,8%	11,8%
Finanzanlagen	0,0%	5,3%	5,6%	5,4%	5,2%	4,8%
Anlagevermögen	37,1%	47,5%	52,5%	46,2%	40,2%	34,6%
Vorräte	0,9%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	21,4%	32,7%	33,5%	36,3%	38,1%	38,9%
Liquide Mittel	28,6%	10,6%	7,1%	10,7%	15,2%	20,4%
Sonstige Vermögensgegenstände	11,9%	8,8%	6,6%	6,4%	6,1%	5,7%
Umlaufvermögen	62,9%	52,5%	47,5%	53,8%	59,8%	65,4%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
PASSIVA						
Eigenkapital	35,3%	35,2%	36,1%	38,1%	40,8%	44,2%
Anteile Dritter	1,0%	1,0%	0,9%	0,9%	0,9%	0,8%
Rückstellungen	3,5%	2,8%	4,0%	3,9%	3,7%	3,5%
Zinstragende Verbindlichkeiten	30,3%	31,3%	37,5%	36,2%	34,5%	32,4%
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,7%	2,1%	2,2%	2,4%	2,5%	2,5%
Sonstige Verbindlichkeiten	28,2%	27,6%	19,2%	18,5%	17,7%	16,6%
Verbindlichkeiten	63,7%	63,8%	62,9%	61,0%	58,4%	55,0%
Bilanzsumme	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

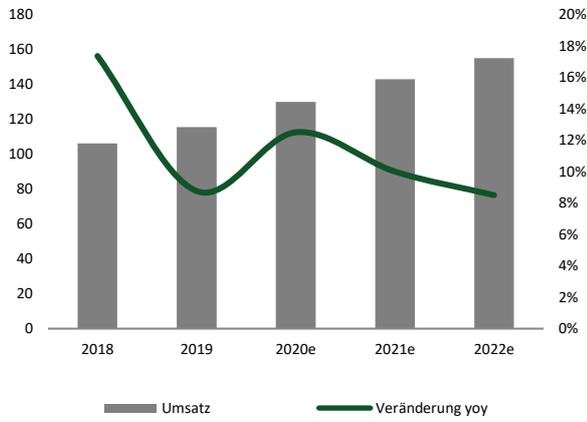
Kapitalflussrechnung (in Mio. Euro) GK Software SE	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,9	0,9	-3,1	3,8	5,6	7,8
Abschreibung Anlagevermögen	3,8	5,2	8,8	2,9	2,7	2,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	5,9	5,5	5,2
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-0,5	0,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,3	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	8,9	6,1	6,1	12,6	13,8	15,5
Veränderung Working Capital	6,3	-10,8	-6,3	-4,5	-4,0	-4,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	15,2	-4,7	-0,2	8,1	9,8	11,5
CAPEX	-8,2	-12,0	-3,6	-3,5	-3,5	-3,5
Sonstiges	-1,1	-3,8	0,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-9,3	-15,7	-3,6	-3,5	-3,5	-3,5
Dividendenzahlung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	4,4	-0,9	-4,5	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	14,7	-0,3	4,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	19,1	-1,2	-0,1	0,0	0,0	0,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	25,1	-21,7	-3,9	4,6	6,3	8,0
Endbestand liquide Mittel	27,9	6,2	2,3	12,7	18,9	27,0

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

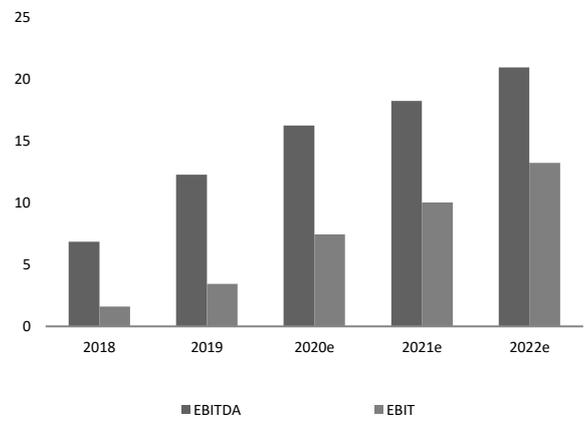
Kennzahlen GK Software SE	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Ertragsmargen						
Rohertragsmarge (%)	90,6%	92,7%	94,6%	93,0%	93,0%	93,0%
EBITDA-Marge (%)	9,7%	6,4%	10,6%	12,5%	12,8%	13,5%
EBIT-Marge (%)	5,5%	1,5%	3,0%	5,7%	7,0%	8,5%
EBT-Marge (%)	4,8%	0,2%	1,1%	4,2%	5,6%	7,2%
Netto-Umsatzrendite (%)	4,3%	0,9%	-2,7%	2,9%	3,9%	5,1%
Kapitalverzinsung						
ROCE (%)	11,8%	3,0%	4,7%	9,4%	12,7%	16,9%
ROE (%)	12,3%	2,4%	-7,8%	8,9%	12,1%	15,1%
ROA (%)	3,6%	0,8%	-2,7%	3,2%	4,5%	5,9%
Solvenz						
Net Debt zum Jahresende (Mio. Euro)	3,7	24,6	37,5	32,9	26,7	18,6
Net Debt / EBITDA	0,4	3,6	3,1	2,0	1,5	0,9
Net Gearing (Net Debt/EK)	0,1	0,6	0,9	0,7	0,5	0,3
Kapitalfluss						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	7,1	-16,7	-3,9	4,6	6,3	8,0
Capex / Umsatz (%)	9%	11%	3%	3%	2%	2%
Working Capital / Umsatz (%)	23%	26%	31%	30%	30%	30%
Bewertung						
EV/Umsatz	2,2	1,9	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/EBITDA	22,6	29,1	16,2	12,2	10,9	9,5
EV/EBIT	39,8	124,4	57,9	26,7	19,8	15,0
EV/FCF	28,1	-	-	43,5	31,6	24,7
KGV	41,4	175,8	-	44,0	29,7	21,2
KBV	4,6	4,4	4,2	3,8	3,4	2,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmen (berichtete Daten), Montega (Prognosen)

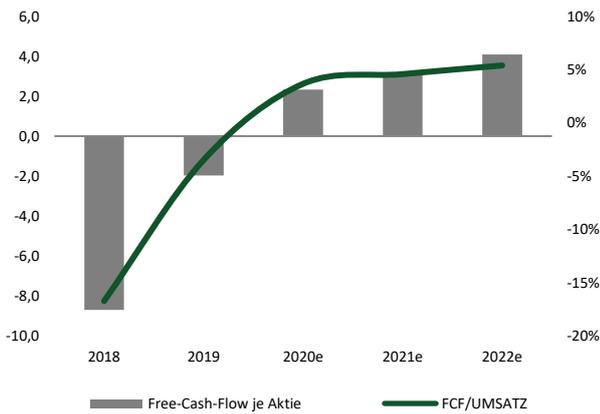
Umsatzentwicklung



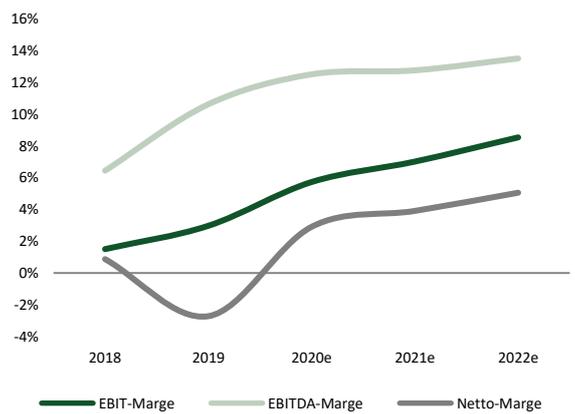
Ergebnisentwicklung



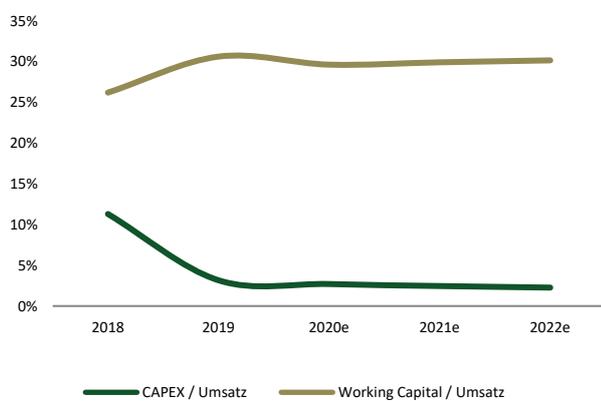
Free-Cash-Flow Entwicklung



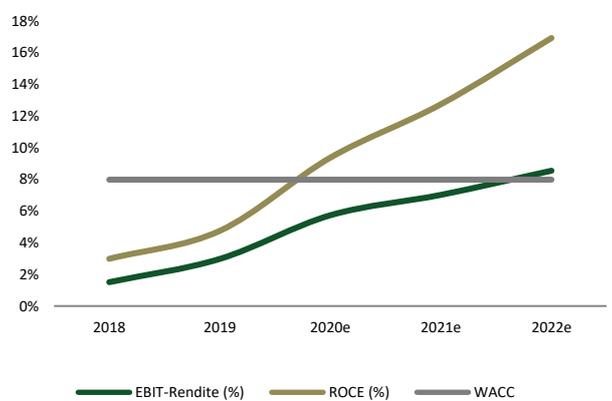
Margenentwicklung



Investitionen / Working Capital



EBIT-Rendite / ROCE



Kurs- und Empfehlungs-Historie

Empfehlung	Datum	Kurs	Kursziel	Potenzial
Kaufen (Ersteinschätzung)	03.09.2020	84,40	93,00	+10%
