

09. September 2019
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Kostensenkungsprogramm initiiert

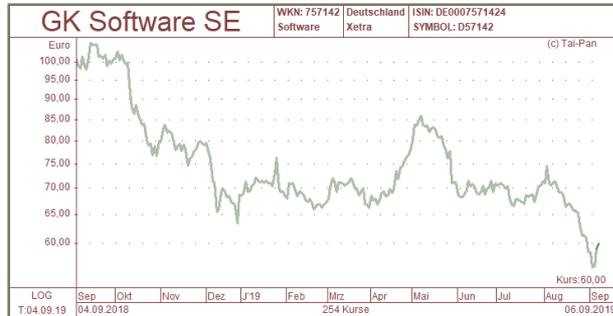
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 60,00 Euro | Kursziel: 105,00 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Jüngste Geschäftsentwicklung



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.247
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	60,00 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,02 Mio. Stück
Market-Cap:	121,2 Mio. Euro
Enterprise Value:	150,0 Mio. Euro
Free Float:	ca. 49,3 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	106,50 / 53,60 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	110,3 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat die vorläufigen Zahlen bestätigt und somit im ersten Halbjahr ein moderates Umsatzwachstum erreicht, beim Ergebnis aber eine deutliche Verschlechterung hinnehmen müssen. Obwohl sich das Unternehmen damit von dem Ziel, dieses Jahr eine klare Ergebnisverbesserung zu erreichen, weiter entfernt hat, wurde diese Zielsetzung bestätigt. Entscheidend dafür wird einmal mehr sein, ob es gelingt, die nach Unternehmensangaben weiterhin gut gefüllte Vertriebspipeline in entsprechende Lizenzerlöse umzumünzen. Gleichzeitig hat GK Software das Personalwachstum bereits im Verlauf des ersten Halbjahrs spürbar gedrosselt und ein Kostensenkungsprogramm initiiert, in dessen Rahmen Personal- und Sachkosten in allen Bereichen überprüft werden sollen. Demgegenüber werden die Entwicklungsaktivitäten weiter mit hoher Intensität verfolgt, unter anderem soll nun mit einer Lösung für Supermarkt-ungebundene Tankstellen und Tankstellenketten ein gänzlich neues Marktsegment adressiert werden. In Verbindung mit der ohnehin attraktiven Vertriebspipeline sind die Perspektiven zwar weiter überzeugend, doch für die Anleger dürfte angesichts rückläufiger Gewinne und negativer Cashflows die Ergebnistrendwende inzwischen die höchste Priorität haben.

GJ-Ende: 31.12.	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	77,3	90,5	106,2	114,1	128,4	141,2
EBIT (Mio. Euro)	3,9	5,0	1,6	5,1	10,3	15,4
Jahresüberschuss	2,8	3,9	0,9	2,5	6,2	9,9
EpS	1,50	2,05	0,49	1,23	3,07	4,88
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	23,5%	17,0%	17,4%	7,5%	12,5%	10,0%
Gewinnwachstum	-	37,4%	-76,2%	169,5%	148,5%	59,2%
KUV	1,57	1,34	1,14	1,06	0,94	0,86
KGV	42,9	31,2	131,1	48,6	19,6	12,3
KCF	32,8	8,0	-	13,1	10,8	8,3
EV / EBIT	38,0	30,0	94,0	29,4	14,6	9,7
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%

Vorläufige Zahlen bestätigt

Mit der Vorlage des Halbjahresberichts hat GK Software die Anfang August veröffentlichten vorläufigen Zahlen bestätigt. Demnach ist der Umsatz im Kerngeschäft GK/Retail um 5,8 Prozent auf 46,1 Mio. Euro gewachsen, während der Anstieg des Konzernumsatzes durch die Schrumpfung des kleineren Segments IT-Services in Folge des Verlustes des größten Kunden im zweiten Quartal 2018 mit 2,5 Prozent auf 50,3 Mio. Euro nur sehr moderat ausgefallen ist. Auch den EBITDA-Rückgang von +2,4 Mio. Euro auf -0,6 Mio. Euro hat GK Software bestätigt.

Produktlizenzen deutlich niedriger

Eine wichtige Ursache für die Ergebnisverschlechterung ist das gesunkene Gewicht der margenstarken Produktlizenzen. Obwohl im ersten Halbjahr 2019 mehr Neukunden als vor einem Jahr (9 vs. 7) gewonnen werden konnten, handelte es sich im Durchschnitt um kleinere Abschlüsse, weswegen die Erlöse aus Produktlizenzen um fast 23 Prozent auf 5,1 Mio. Euro zurückgegangen sind. Ebenfalls geschrumpft sind die Wartungserlöse (-0,6 Prozent auf 13,9 Mio. Euro) und die sonstigen Erlöse (-30,8 Prozent auf 0,9 Mio. Euro), da der Zuwachs im Kerngeschäft GK/Retail den Rückgang im Services-Segment nicht gänzlich kompensieren konnte. Getragen wurde das Umsatzwachstum letztlich durch die Lizenzen auf kundenindividuelle Entwicklungen (+17,6 Prozent auf 4,8 Mio. Euro) und vor allem durch die Dienstleistungserlöse, die sich um 2,7 Mio. Euro bzw. 11,9 Prozent auf 25,6 Mio. Euro erhöhten. Damit entfielen mehr als die Hälfte der Umsätze auf die Dienstleistungen aus Implementierungs-, Customizing- und Anpassungsprojekten.

Personalaufwand steigt kräftig

Neben der veränderten Umsatzzusammensetzung und den um fast 50 Prozent niedrigeren sonstigen betrieblichen Erträgen, die im Vorjahr von der Auflösung nicht benötigter Kostenabgrenzungen in die Höhe getrieben worden waren, sorgte vor allem der erneut deutlich gestiegene Personalaufwand für die Ergebnisverschlechterung. Während der Materialauf-

wand (nicht zuletzt wegen der Schrumpfung des Segments IT-Services) um 39 Prozent gesunken ist und der sonstige betriebliche Aufwand deutlich gefallen bzw., nach Korrektur um den positiven Effekt der Erstanwendung von IFRS 16 (1,6 Mio. Euro), nur minimal (+0,9 Prozent) gestiegen ist, legte der Personalaufwand um 18,7 Prozent auf 39,3 Mio. Euro zu. Getrieben wurde der Anstieg vor allem durch das Personalwachstum, das sich, gemessen an der Durchschnittszahl der beschäftigten Mitarbeiter, zwischen dem ersten Halbjahr 2018 und dem Berichtszeitraum um 14,0 Prozent erhöhte.

Geschäftszahlen	HJ 2018	HJ 2019	Änderung
Umsatz	49,05	50,27	+2,5%
Produktlizenzen	6,61	5,09	-22,9%
Lizenzen kundenindividuelle Entwickl.	4,04	4,75	+17,6%
Dienstleistungen	22,86	25,57	+11,9%
Wartung	13,98	13,90	-0,6%
EBITDA	2,39	-0,59	-
EBITDA-Marge	4,9%	-1,2%	
EBIT	0,07	-5,00	-
EBIT-Marge	0,1%	-9,9%	
Vorsteuerergebnis	-0,52	-5,81	-
Vorsteuerermarge	-1,1%	-11,5%	
Nettoergebnis	-0,12	-6,49	-
Netto-Marge	-0,2%	-12,9%	

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Cashflow im Minus

Bedingt durch die Ergebnisverschlechterung sowie durch einen Rückgang der Verbindlichkeiten aus Leistungen und Lieferungen hat sich der operative Cashflow trotz der Entlastung durch die Erstanwendung von IFRS 16 (1,4 Mio. Euro) im Vorjahresvergleich von +0,2 Mio. Euro auf -1,9 Mio. Euro verschlechtert. Dafür sorgte der Abschluss der Baumaßnahmen in Schöneck maßgeblich für den Rückgang der Mittelabflüsse aus Investitionsaktivitäten von -6,9 Mio. Euro im Vorjahr auf nun -2,4 Mio. Euro, so dass sich der Free-Cashflow um 2,3 Mio. Euro auf -4,4

Mio. Euro verbessert hat. Der positive Effekt von IFRS 16 auf den Free-Cashflow hat aber spiegelbildlich den Finanzierungs-Cashflow belastet, der bei einer ausgeglichenen Nettokreditaufnahme und einem positiven Eigenkapitalzufluss aus Aktienoptionen (+0,5 Mio. Euro) insgesamt mit -0,8 Mio. Euro ebenfalls negativ ausgefallen ist. Hierdurch hat sich die Summe der Zahlungsmittel im Verlauf des ersten Halbjahrs um 5,2 Mio. Euro auf 1,0 Mio. Euro ermäßigt. Inklusive der Zahlungsmitteläquivalente betrug die bilanzielle Liquidität zur Jahresmitte 5,6 Mio. Euro.

Eigenkapitalquote stark gesunken

Deutlich gesunken ist auch die Eigenkapitalquote, die sich gegenüber dem Jahreswechsel um 6 Prozentpunkte auf 30,1 Prozent ermäßigt hat. Verantwortlich dafür waren vor allem der Halbjahresverlust, der für ein von 40,3 auf 34,2 Mio. Euro gesunkenes Eigenkapital gesorgt hat, und die Erstanwendung von IFRS 16, in deren Folge Miet- und Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 10,5 Mio. Euro erstmals passiviert wurden.

Kapitalerhöhung platziert

Die Verschlechterung der Liquidität und der Eigenkapitalposition konnte GK Software im August durch die Platzierung einer Kapitalerhöhung kompensieren, in deren Rahmen 80 Tsd. neue Aktien zum Stückpreis von 64,00 Euro ausgegeben und ein Bruttomittelzufluss von 5,1 Mio. Euro erzielt wurden.

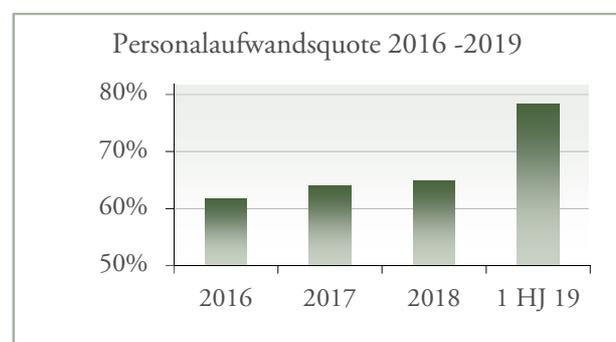
Produktivitätsverbesserung noch nicht sichtbar – aber angekündigt

Allerdings konnte GK nicht die komplette Kapitalerhöhung platzieren – geplant war ein Volumen von bis zu 180 Tsd. Aktien. Neben den Marktturbulenzen im August dürfte dazu auch beigetragen haben, dass eine Ergebnistrendwende in den Zahlen des ersten Halbjahrs noch nicht erkennbar war. Vielmehr hat sich die Ergebnisqualität auch nach Bereinigung um die volatilen und gesunkenen Produktlizenzen erneut deutlich verschlechtert. Vor allem im Hinblick auf das Projektgeschäft in Nordamerika, von dem 2018 eine erhebliche Ergebnisbelastung ausgegangen war, hatte

GK Software aber bereits im Frühjahr angekündigt, dass eine signifikante Verbesserung erst mit dem Erreichen wichtiger Meilensteine in nordamerikanischen Kundenprojekten im dritten Quartal sichtbar werden würde. Dass es entsprechende Fortschritte gibt, hat das Unternehmen nun im Halbjahresbericht angekündigt, in dem hinsichtlich des Nordamerikageschäfts von einer erheblich verbesserten Situation, die sich den „Zielgrößen nähert“, gesprochen wurde.

Kostensenkungsmaßnahmen eingeleitet

Dennoch sollen die Bemühungen zur Verbesserung der Ergebnissituation in Nordamerika fortgesetzt werden. Das gilt auch für den Rest des Konzerns, für den unter dem Namen Pro FIT ein Effizienz- und Sparprogramm beschlossen und eingeleitet wurde. Auch wenn hierzu keine Details veröffentlicht wurden, ist angesichts der Kostenentwicklung ein Schwerpunkt im Personalbereich zu erwarten, dessen Wachstum in den letzten Jahren maßgeblich die Ergebnisse belastet hat. So hat sich die Personalaufwandsquote zwischen dem Geschäftsjahr 2016 und dem ersten Halbjahr 2019 um 16,6 Prozentpunkte erhöht. Hinsichtlich des wichtigsten Treibers dieser Entwicklung, dem sehr dynamischen Personalwachstum, waren bereits im ersten Halbjahr deutliche Bremseffekte zu beobachten. So hat sich die Zahl der Mitarbeiter per 30. Juni gegenüber dem Stand vom Jahresende nur noch um 3,5 Prozent auf 1.247 erhöht, bezogen auf Vollzeitäquivalente betrug der Zuwachs sogar nur noch 29 Stellen bzw. 2,6 Prozent auf 1.122. Angesichts der nun eingeleiteten Maßnahmen dürfte diese Zahl bis zum Jahresende unseres Erachtens eher ab- als wieder zunehmen.



Quelle: Unternehmen

Produktentwicklung weiter hochtourig

Inhaltlich war die schwache Ergebnisentwicklung der letzten Zeit auch auf die forcierten Entwicklungsanstrengungen zurückzuführen, mit denen unter anderem die Tankstellenlösung für Supermarkt-integrierte Tankstellen entwickelt und bereits bei einem Kunden eingeführt und das Thema Künstliche Intelligenz in das Produktportfolio aufgenommen wurden. Den Ausführungen im Halbjahresbericht ist zu entnehmen, dass diese Anstrengungen weiterhin mit hoher Intensität fortgeführt werden sollen, wofür nicht zuletzt die Mittel der jüngsten Kapitalerhöhung dienen sollen. Als Ziele der Entwicklungsmaßnahmen nennt GK die Fertigstellung der Fiskalisierungslösung, mit der das Unternehmen ab dem nächsten Jahr von neuen Regulierungsvorschriften profitieren will, die Vereinheitlichung der Cloud-Technologie für alle angebotenen Cloud-Produkte (Unified Cloud Technology Platform), die Entwicklung und Fertigstellung weiterer KI-basierter Module (z.B. Personalisierung oder Fraud Detection) sowie den Start einer Lösung für Supermarkt-ungebundene Tankstellen- und Tankstellenketten, mit der GK einen weiteren großen Markt erschließen wird. Schließlich soll die Entwicklungszusammenarbeit mit SAP weiter intensiviert werden, wofür in Schöneck unter dem Label Retail Excellence Centers ein gemeinsames Team aufgebaut wird.

Prognosen bestätigt

Ungeachtet der konjunkturellen Eintrübung berichtet GK Software weiterhin von einer sehr potenzialträchtigen Pipeline und rechnet auf dieser Grundlage weiter mit einem lebhaften Neugeschäft. Im Rahmen der Halbjahresberichterstattung hat das Management deswegen seine Prognose bestätigt, strebt für 2019 weiterhin eine „nicht unerhebliche“ Umsatzausweitung im Kerngeschäft GK/Retail an und will auf dieser Basis eine deutliche Ergebnisverbesserung erreichen. Unverändert gelassen wurde zudem die mittelfristige Prognose, den Umsatz bis 2020 gegenüber 2017 in etwa auf das Anderthalbfache und somit auf über 135 Mio. Euro zu steigern und dabei eine EBIT-Marge im Kerngeschäft von etwa 15 Prozent zu erwirtschaften. Wie schon bisher, stellt GK Software diese Prognose

unter den Vorbehalt, dass die Kosten der Markterschließung oder Verzögerungen beim Abschluss von Verträgen bzw. von Projekten die Zielerreichung beeinträchtigen können.

Umsatzschätzung reduziert

Mit dem Umsatzwachstum des ersten Halbjahrs blieb GK Software am unteren Ende unserer Erwartungen, weswegen ein Erreichen unseres bisherigen Umsatzziels von 119,4 Mio. Euro spürbar anspruchsvoller geworden ist. Wir gehen zwar von einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung im zweiten Halbjahr aus, wofür allein schon die erwarteten höheren Lizeinnahmen sowie der weggefallene negative Basiseffekt im Segment IT Services sorgen sollten, doch aus Vorsicht haben wir unsere Schätzung etwas reduziert. Nun unterstellen wir für das Gesamtjahr ein Wachstum auf 114,1 Mio. Euro, gleichbedeutend mit einem Wachstum um 7,5 Prozent. Über die unveränderten Wachstumsannahmen für die Folgejahre setzt sich diese Absenkung für die restlichen Jahre des detaillierten Prognosezeitraums fort, so dass wir nun für 2026 mit einem Umsatz von 203,6 Mio. Euro kalkulieren (bisher: 213,1 Mio. Euro).

EBIT-Schätzung deutlich niedriger

Unverändert gehen wir davon aus, dass GK im zweiten Halbjahr deutlich höhere Lizeinnahmen erzielen und auf dieser Grundlage ein positives Ergebnis erreichen wird. Vor dem Hintergrund des hohen Halbjahresverlustes, der Anpassung unserer Kostenschätzungen an die Dynamik des ersten Halbjahrs sowie der reduzierten Umsatzerwartung haben wir aber unsere EBIT-Schätzung von zuvor 9,8 Mio. Euro auf 5,1 Mio. Euro reduziert, auch für die nächsten Jahre haben wir etwas niedrigere Werte unterstellt. Unverändert haben wir aber die Annahme gelassen, dass es GK Software im Zeitablauf gelingen wird, die Profitabilität wieder zu erhöhen und dauerhaft zweistellige EBIT-Renditen zu erwirtschaften. Dementsprechend haben wir auch unsere Ziel-Marge für das Jahr 2026 nahezu unverändert auf 13,2 Prozent gelassen, womit wir klar unter der unternehmenseigenen Zielsetzung von rund 15 Prozent bleiben. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2019 bis 2026 zeigt die Tabelle

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	114,1	128,4	141,2	153,9	166,2	177,9	190,3	203,6
Umsatzwachstum		12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	4,5%	8,0%	10,9%	12,1%	12,6%	13,0%	13,1%	13,2%
EBIT	5,1	10,3	15,4	18,7	20,9	23,1	24,9	26,9
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,5	3,1	4,6	5,6	6,3	6,9	7,5	8,1
NOPAT	3,6	7,2	10,8	13,1	14,7	16,1	17,5	18,9
+ Abschreibungen & Amortisation	9,0	6,9	6,3	5,8	5,4	5,2	4,9	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	12,5	14,1	17,1	18,9	20,1	21,3	22,4	23,6
- Zunahme Net Working Capital	-2,2	-2,0	-1,5	-1,7	-2,0	-2,2	-2,4	-2,6
- Investitionen AV	-3,4	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,1	-4,2	-4,3
Free Cashflow	6,9	8,5	11,8	13,2	14,1	15,0	15,8	16,7

SMC Schätzmodell

auf dieser Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

Rahmendaten unverändert

Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells. Die aus unseren Schätzungen resultierenden Cashflows diskontieren wir weiterhin mit einem WACC-Satz von 6,8 Prozent, dem Eigenkapitalkosten von 9,0 Prozent (bestehend aus: Betafaktor: 1,2, sicherer Zins: 2,5 Prozent, Risikoprämie: 5,4 Prozent), FK-Kosten von 4,0 Prozent und ein Ziel-FK-Anteil von 35 Prozent zugrunde liegen. Auch die Annahmen zur Ermittlung des Terminal Value sind unverändert geblieben. Wir arbeiten zur Risikoreduktion folglich weiter mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Zielmarge des detaillierten Prognosezeitraums und kalkulieren nach wie vor im Anschluss mit einem „ewigen“ Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Kursziel: 105,00 Euro je Aktie

Aus dem Modell resultiert ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 170,4 Mio. Euro bzw. 84,33

Euro je Aktie. Zuzüglich der 25-prozentigen Übernahmeprämie, die wir seit dem SAP-Einstieg und seit der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, liegt unser Kursziel nun bei 105,00 Euro. Durch die vorgestellten Änderungen an unseren Schätzungen sowie durch die erhöhte Aktienzahl in Folge der jüngsten Kapitalerhöhung, durch die der SAP-Anteil unter die Grenze von 5 Prozent gerutscht ist, hat sich unser Kursziel somit deutlich reduziert (zuvor: 120 Euro), signalisiert aber gegenüber dem aktuellen Kurs immer noch ein sehr hohes Kurspotenzial. Da die Gewinnentwicklung aufgrund der ausgeprägten Abhängigkeit von dem volatilen Lizenzgeschäft mit einer erhöhten Prognoseunsicherheit behaftet ist, was für das laufende Jahr wieder im besonderen Ausmaß gilt, halten wir die Risikoeinstufung unserer Schätzungen mit vier von sechs möglichen Punkten weiter für gerechtfertigt.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,8 und 7,8 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 82,94 und 150,59 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,8%	150,59	137,56	127,24	118,85	111,91
6,3%	133,37	123,40	115,31	108,60	102,96
6,8%	119,70	111,89	105,41	99,96	95,31
7,3%	108,59	102,34	97,08	92,58	88,71
7,8%	99,38	94,29	89,95	86,21	82,94

Fazit

GK Software hat für das erste Halbjahr ein moderates Wachstum sowie ein deutlich verschlechtertes Ergebnis gemeldet. Gleichzeitig hat das Unternehmen aber seine Prognose für das laufende Jahr bestätigt, die von einem „nicht unerheblichen“ Umsatzwachstum (im Kerngeschäft) sowie einer deutliche Ergebnisverbesserung ausgeht.

Die Differenz zwischen dem schwachen ersten Halbjahr und dieser Prognose liegt vor allem in den Lizenz Erlösen, die in den ersten sechs Monaten trotz des zahlenmäßigen Anstiegs der Neuabschlüsse unter dem Vorjahr lagen und für die GK Software mit Verweis auf die weiterhin sehr gut gefüllte Pipeline zum Jahresende einen deutlichen Anstieg erwartet. Darüber hinaus wurde das Personalwachstum bereits im Verlauf des ersten Halbjahrs deutlich gebremst, was in Verbindung mit dem in Umsetzung befindlichen Effizienz- und Sparprogramm „pro FIT“ für eine rückläufige Kostenbelastung sorgen dürfte. Auch sieht sich das Management in dem noch 2018 problematischen Nordamerika-Geschäft auf einem guten Weg, um die Profitabilitätsziele zu erreichen.

Auch wir halten ein deutlich positives Ergebnis schon in 2019 weiterhin für möglich, haben aber aus Vorsicht unsere Umsatzschätzung leicht und die EBIT-

Erwartung deutlich reduziert. Dennoch sehen wir auf Basis unseres Modells einen fairen Wert weit oberhalb des aktuellen Börsenkurses, der in Reaktion auf die Halbjahreszahlen deutlich nachgegeben hat. Dies legt die Vermutung nahe, dass die Zuversicht der Anleger, dass es GK Software bald gelingen wird, eine nachhaltige Ergebniswende herbeizuführen, zuletzt deutlich geschrumpft ist.

Im Hinblick auf das laufende Jahr wird vor allem die Entwicklung des Lizenzgeschäfts im vierten Quartal entscheidend sein, während mittel- und langfristig die Profitabilität der Dienstleistungen entscheidend verbessert werden muss. Auch wenn das erste Halbjahr zahlenmäßig noch keine Trendwende gebracht hat, halten wir beides für erreichbar. Deswegen haben wir unser Grund Szenario unverändert gelassen und nicht nur ein fortgesetztes Wachstum, sondern auch eine schrittweise wieder verbesserte Profitabilität angenommen. Auf dieser Basis sehen wir für die Aktie von GK Software aktuell ein Kurspotenzial von rund 75 Prozent und bestätigen bei einem neuen Kursziel von 105,00 Euro das Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
AKTIVA									
I. AV Summe	56,8	61,9	58,6	56,1	54,3	52,9	51,9	51,1	50,6
1. Immat. VG	30,0	27,3	25,3	23,6	22,4	21,4	20,6	20,0	19,5
2. Sachanlagen	22,7	30,4	29,2	28,3	27,8	27,4	27,1	27,0	26,9
II. UV Summe	54,3	65,1	72,1	82,6	73,7	78,5	84,1	89,7	95,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	40,3	48,4	54,6	64,5	70,7	76,0	81,8	87,8	94,2
II. Rückstellungen	2,8	3,0	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2	4,4
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	26,8	26,8	25,9	25,7	18,8	18,1	18,1	18,1	18,1
2. Kurzfristiges FK	41,3	48,8	47,0	45,2	34,9	33,5	32,1	30,7	29,3
BILANZSUMME	111,2	127,0	130,7	138,7	128,0	131,4	136,0	140,8	146,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzerlöse	106,2	114,1	128,4	141,2	153,9	166,2	177,9	190,3	203,6
Gesamtleistung	106,2	114,1	128,4	141,2	153,9	166,2	177,9	190,3	203,6
Rohhertrag	98,4	109,5	123,2	135,6	147,8	159,6	170,8	182,7	195,5
EBITDA	6,8	14,1	17,2	21,7	24,5	26,4	28,2	29,9	31,7
EBIT	1,6	5,1	10,3	15,4	18,7	20,9	23,1	24,9	26,9
EBT	0,2	3,6	8,8	14,1	18,0	20,3	22,4	24,3	26,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,9	2,5	6,2	9,9	12,6	14,2	15,7	17,0	18,3
JÜ	0,9	2,5	6,2	9,9	12,6	14,2	15,7	17,0	18,3
EPS	0,49	1,23	3,07	4,88	6,24	7,02	7,76	8,40	9,08

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
CF operativ	-5,7	9,2	11,2	14,6	16,7	17,7	18,7	19,5	20,5
CF aus Investition	-15,7	-3,4	-3,7	-3,8	-4,0	-4,1	-4,1	-4,2	-4,3
CF Finanzierung	-0,3	4,5	-3,7	-3,1	-24,6	-12,1	-12,5	-13,6	-14,5
Liquidität Jahresanfa.	27,9	6,1	16,5	20,3	27,9	16,0	17,5	19,5	21,2
Liquidität Jahresende	6,1	16,5	20,3	27,9	16,0	17,5	19,5	21,2	23,0

Kennzahlen

Prozent	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026
Umsatzwachstum	17,4%	7,5%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Rohertragsmarge	92,7%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%	96,0%
EBITDA-Marge	6,4%	12,3%	13,4%	15,4%	15,9%	15,9%	15,9%	15,7%	15,6%
EBIT-Marge	1,5%	4,5%	8,0%	10,9%	12,1%	12,6%	13,0%	13,1%	13,2%
EBT-Marge	0,2%	3,1%	6,9%	10,0%	11,7%	12,2%	12,6%	12,7%	12,9%
Netto-Marge (n.A.D.)	0,9%	2,2%	4,8%	7,0%	8,2%	8,5%	8,8%	8,9%	9,0%

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), 4)

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 06.09.2019 um 18:20 Uhr fertiggestellt und am 09.09.2019 um 8:00 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
09.08.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
07.06.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
08.05.2019	Buy	121,50 Euro	1), 3)
28.02.2019	Buy	113,00 Euro	1), 3), 4)
04.12.2018	Buy	131,00 Euro	1), 3), 4)
12.09.2018	Buy	141,50 Euro	1), 3), 4)
18.06.2018	Buy	144,50 Euro	1), 3), 4)
23.04.2018	Buy	143,50 Euro	1), 3)
11.12.2017	Buy	135,00 Euro	1), 3)
05.09.2017	Hold	127,50 Euro	1), 3)

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

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.