

27. Januar 2021
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Positive Prognose nach starkem Schlussquartal bestätigt

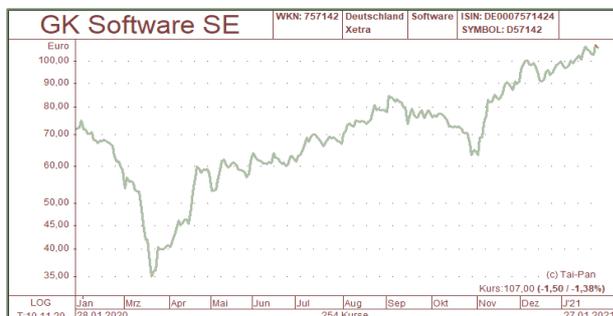
Urteil: Buy (unverändert) | **Kurs:** 108,50 € | **Kursziel:** 131,00 € (zuvor: 108,00€)

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Weitere Lizenzabschlüsse in Q4



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.071
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	108,50 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,05 Mio. Stück
Market-Cap:	222,5 Mio. Euro
Enterprise Value:	248,8 Mio. Euro
Free Float:	45,2 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	111,00 / 35,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	138,2 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2020e	2021e	2022e
Umsatz (Mio. Euro)	121,2	141,8	157,4
EBIT (Mio. Euro)	9,5	15,6	19,2
Jahresüberschuss	6,1	10,0	13,1
EpS	2,97	4,88	6,40
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,64
Umsatzwachstum	5,0%	17,0%	11,0%
Gewinnwachstum	-	64,9%	31,2%
KUV	1,84	1,57	1,41
KGV	36,7	22,2	17,0
KCF	16,9	13,6	11,9
EV / EBIT	26,2	15,9	13,0
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,6%

Aktuelle Entwicklung

Trotz der weltweiten Zuspitzung der Corona-Krise hat GK Software auch im vierten Quartal große vertriebliche Erfolge feiern können. Vor allem wurde ein großer französischer Händler, der nach Angaben von GK zur Top-50 des weltweiten Einzelhandels zählt, als Kunde gewonnen. Darüber hinaus haben sich zwei weitere Unternehmen für das SaaS-Modell entschieden. Im Gesamtjahr konnte GK somit zehn Neukunden für das Kernprodukt gewinnen, zusätzlich haben sich drei Bestandskunden für den Wechsel auf Omni-POS entschieden. Durch die wachsende Rolle des SaaS-Modells blieben die Produktlizenzen mit rund 7 Mio. Euro zwar unter dem Vorjahreswert (11 Mio. Euro), doch gleichzeitig berichtet das Unternehmen von bereits vertraglich gesicherten SaaS-Einnahmen in Höhe von 48 Mio. Euro, die schwerpunktmäßig in den nächsten drei Jahren umsatzwirksam werden, teilweise aber auch bereits zehn Jahre in die Zukunft reichen. In dieser Größe enthalten sind auch die bereits abgeschlossenen Verträge für die neue Fiskalisierungslösung, mit deren bisherigem Vertriebsfolg sich GK sehr zufrieden zeigt. Auf dieser Grundlage hat GK die bisherige Prognose für 2020 (eine leichte Ausdehnung der Umsätze und eine deutliche Verbesserung der Profitabilität) bestätigt.

Fazit

Wir hatten bisher für 2020 mit einem fünfprozentigen Umsatzwachstum auf 121 Mio. Euro und einem nahezu verdreifachten EBIT von 9,5 Mio. Euro kalkuliert. Mit den Lizenz Erlösen des vierten Quartals sehen wir diese Schätzungen weiterhin als gut erreichbar an und lassen sie unverändert. Sogar etwas angehoben haben wir die Umsatzschätzung ab 2021, woraus sich in Kombination mit dem Roll-over-Effekt und einer Änderung des Diskontierungssatzes (siehe S. 3) ein deutlich erhöhtes Kursziel von 131,00 Euro ergibt. Für die Aktie, die unser bisheriges Kursziel jüngst punktgenau erreicht hat, sehen wir folglich weiteres Aufwärtspotenzial von mehr als 20 Prozent und bestätigen das „Buy“-Urteil.

Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	141,8	157,4	170,0	181,9	194,7	208,3	222,9	237,4
Umsatzwachstum		11,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
EBIT-Marge	11,0%	12,2%	13,1%	13,6%	13,9%	14,1%	14,3%	14,5%
EBIT	15,6	19,2	22,3	24,8	27,1	29,4	31,9	34,4
Steuersatz	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,5	5,6	6,5	7,2	7,9	8,6	9,3	10,0
NOPAT	11,1	13,6	15,8	17,6	19,2	20,8	22,6	24,4
+ Abschreibungen & Amortisation	7,5	7,0	6,7	6,5	6,3	6,3	6,2	6,2
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	18,5	20,6	22,5	24,0	25,5	27,1	28,9	30,6
- Zunahme Net Working Capital	-1,1	-1,4	-1,6	-1,8	-2,0	-2,3	-2,5	-2,8
- Investitionen AV	-4,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7	-4,8
Free Cashflow	13,3	14,9	16,4	17,7	18,9	20,2	21,6	23,0

SMC Schätzmodell

Modelländerungen

Durch den gestiegenen Anteil der SaaS-Abschlüsse spiegeln sich die Vertriebsfolge der letzten Monate nur teilweise in den von GK genannten Lizenzerlösen wider. Darüber hinaus resultieren aus den Neuabschlüssen (bzw. aus dem Wechsel der Bestandskunden auf die neue Software) erhebliche Potenziale für das Dienstleistungsgeschäft, die für eine anhaltend gute Auslastung sorgen sollten. In Verbindung mit den ab dem zweiten Quartal einsetzenden Umsätzen mit der Fiskalisierungssoftware sehen wir deswegen hohe Chancen auf eine deutliche Wachstumsbeschleunigung im laufenden Jahr. Dies gilt ungeachtet der Corona-Pandemie, wobei wir davon ausgehen, dass die Fortschritte bei den Impfkampagnen ab Jahresmitte für eine schrittweise Normalisierung sorgen werden. In einem wieder verbesserten Umfeld sollte es GK möglich sein, die weiterhin sehr attraktive Vertriebspipeline für ein erneut starkes Neukundengeschäft zu nutzen.

Wir haben deswegen die Wachstumserwartung für dieses Jahr von zuvor 15 auf nun 17 Prozent angehoben, auch die Erwartung für das kommende Jahr haben wir von 9 auf nun 11 Prozent erhöht. Bei unveränderten Wachstumserwartungen für die Folgejahre hat sich hierdurch die gesamte Umsatzreihe nach oben verschoben.

Eine weitere Änderung betrifft den Diskontierungssatz, den wir zum Jahreswechsel in allen unseren Modellen angepasst haben. Und zwar haben wir in Reaktion auf die Marktentwicklung die Marktrisikoprämie, die wir bisher mit 6,5 Prozent angesetzt hatten, auf 5,8 Prozent abgesenkt. Damit folgen wir dem Befund einer aktuellen Erhebung, der zufolge die durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie bei diesem Wert liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). Zusammen mit unveränderten Annahmen bezüglich des risikolosen Zinssatzes (1,0

Prozent) und des Betafaktors (1,2) ergeben sich daraus Eigenkapitalkosten nach CAPM von 8,0 Prozent. In Kombination mit einer unveränderten Ziel-FK-Quote von 35 Prozent und einem FK-Zins von 4,0 Prozent hat sich der WACC-Satz, mit dem wir die geschätzten Cashflows diskontieren, von zuvor 6,7 auf 6,2 Prozent ermäßigt.

Zusammen mit der Erhöhung der Umsatzreihe und dem Roll-over-Effekt aus der Umstellung der Schätzungen auf das Basisjahr 2021 hat sich der vor uns geschätzte faire Wert auf 269,4 Mio. Euro bzw. auf 131,33 Euro je Aktie erhöht, woraus wir das neue Kursziel von 131,00 Euro ableiten.

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
AKTIVA									
I. AV Summe	55,6	53,7	52,5	51,8	51,3	51,0	50,9	50,9	51,0
1. Immat. VG	25,2	23,3	22,0	20,9	20,2	19,6	19,2	18,8	18,6
2. Sachanlagen	29,6	29,6	29,8	30,1	30,4	30,7	31,0	31,3	31,7
II. UV Summe	57,7	67,8	65,4	79,3	94,7	110,6	126,9	143,7	160,8
PASSIVA									
I. Eigenkapital	49,2	59,2	71,8	85,8	100,8	116,4	132,5	149,1	165,8
II. Rückstellungen	4,8	5,4	6,0	6,6	7,2	7,9	8,5	9,1	9,8
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	25,1	24,6	3,9	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3
2. Kurzfristiges FK	34,2	32,3	36,3	35,3	34,6	34,1	33,6	33,2	32,9
BILANZSUMME	113,3	121,5	117,9	131,0	146,0	161,6	177,8	194,7	211,8

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	121,2	141,8	157,4	170,0	181,9	194,7	208,3	222,9	237,4
Gesamtleistung	121,2	141,8	157,4	170,0	181,9	194,7	208,3	222,9	237,4
Rohhertrag	113,3	132,7	147,3	159,1	170,3	182,3	195,1	208,7	222,3
EBITDA	18,1	23,1	26,2	28,9	31,2	33,4	35,7	38,2	40,6
EBIT	9,5	15,6	19,2	22,3	24,8	27,1	29,4	31,9	34,4
EBT	7,6	14,1	18,5	21,7	24,4	26,9	29,4	32,2	34,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,1	10,0	13,1	15,4	17,3	19,1	20,9	22,8	24,7
JÜ	6,1	10,0	13,1	15,4	17,3	19,1	20,9	22,8	24,7
EPS	2,97	4,88	6,40	7,51	8,44	9,29	10,17	11,12	12,06

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
CF operativ	13,2	16,3	18,7	20,5	22,0	23,4	24,8	26,5	28,1
CF aus Investition	-2,0	-4,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7	-4,8
CF Finanzierung	-10,1	-5,0	-19,9	-5,6	-5,7	-6,8	-8,0	-9,4	-11,0
Liquidität Jahresanf.	2,3	3,4	10,6	5,1	15,6	27,4	39,4	51,5	63,9
Liquidität Jahresende	3,4	10,6	5,1	15,6	27,4	39,4	51,5	63,9	76,2

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	5,0%	17,0%	11,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
Rohertragsmarge	93,5%	93,5%	93,6%	93,6%	93,6%	93,7%	93,7%	93,7%	93,7%
EBITDA-Marge	14,9%	16,3%	16,6%	17,0%	17,2%	17,2%	17,1%	17,1%	17,1%
EBIT-Marge	7,8%	11,0%	12,2%	13,1%	13,6%	13,9%	14,1%	14,3%	14,5%
EBT-Marge	6,3%	10,0%	11,8%	12,8%	13,4%	13,8%	14,1%	14,4%	14,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,0%	7,1%	8,3%	9,1%	9,5%	9,8%	10,0%	10,2%	10,4%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

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

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

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

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

1) Interessenkonflikte

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

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

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

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3), 10)

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 27.01.2021 um 15:45 Uhr fertiggestellt und am 27.01.2021 um 15:55 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
01.12.2020	Buy	108,00 Euro	1), 3)
09.11.2020	Buy	108,00 Euro	1), 3), 4)
04.09.2020	Buy	94,00 Euro	1), 3)
21.08.2020	Buy	91,00 Euro	1), 3)
14.07.2020	Buy	91,00 Euro	1), 3), 4)
10.06.2020	Buy	90,00 Euro	1), 3)
04.12.2019	Buy	83,20 Euro	1), 3), 4)
09.09.2019	Buy	105,00 Euro	1), 3), 4)
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)

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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