

04. Mai 2021
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Prognose sieht Umsatzwachstum um bis
zu 50 Prozent bis 2023 vor

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 133,00 € | Kursziel: 153,00 € (zuvor: 131,00 €)

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

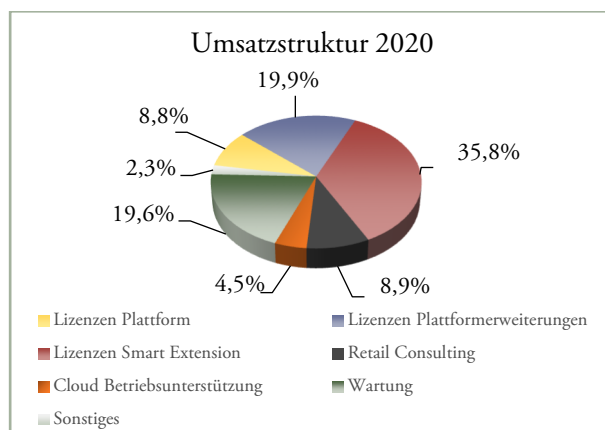
Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.162
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	133,00 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,25 Mio. Stück
Market-Cap:	298,7 Mio. Euro
Enterprise Value:	326,9 Mio. Euro
Free Float:	ca. 54,8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	133,00 / 52,80 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	236,0 Tsd. Euro / Tag

GK Software hat starke Zahlen für 2020 gemeldet. Vor allem die Ergebnisentwicklung war sehr dynamisch und hat unsere Erwartungen übertroffen: das EBITDA wurde um mehr als die Hälfte auf 19,1 Mio. Euro gesteigert, das EBIT auf 10,5 Mio. Euro mehr als verdreifacht und der Jahresüberschuss um 9,3 Mio. Euro auf 6,2 Mio. Euro verbessert. Auch der Free-Cashflow hat sich exzellent entwickelt und ins von -3,8 Mio. Euro auf +14,7 Mio. Euro ins Plus gedreht. Die Profitabilitätsschwäche, die GK über mehrere Jahre belastet hatte, ist 2020 trotz der Corona-Krise endgültig überwunden worden, die EBIT-Marge von 9,0 Prozent war die höchste seit 2011. Nicht minder erfreulich sind die weiteren Perspektiven. Mit dem Kernprodukt CLOUD4RETAIL gewinnt GK laufend neue Kunden, darüber hinaus ist der neuen Fiskalisierungslösung Fiskal Cloud ein sehr guter Marktstart gelungen. Inzwischen hat GK als Ergänzung eine Archivierungslösung vorgestellt, mit der das Umsatzpotenzial pro Kunde weiter gesteigert werden kann. Die guten Perspektiven kommen in der neuen Mittelfristprognose des Managements zum Ausdruck, die bis 2023 ein Umsatzwachstum um 35 bis 50 Prozent auf 160 bis 175 Mio. Euro bei einer stabilen EBIT-Marge von 15 Prozent vorsieht.

GJ-Ende: 31.12.	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Umsatz (Mio. Euro)	106,2	115,4	117,6	141,7	157,2	169,8
EBIT (Mio. Euro)	1,6	3,4	10,5	15,9	18,7	21,5
Jahresüberschuss	0,9	-3,1	6,2	10,5	13,1	15,1
EpS	0,49	-1,55	3,04	4,69	5,82	6,74
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,58	1,01
Umsatzwachstum	17,4%	8,8%	1,8%	20,5%	11,0%	8,0%
Gewinnwachstum	-76,2%	-	-	69,6%	24,1%	15,8%
KUV	2,81	2,59	2,54	2,11	1,90	1,76
KGV	322,9	-	48,1	28,4	22,8	19,7
KCF	-	-	16,9	17,5	15,2	13,8
EV / EBIT	204,8	95,3	31,0	20,6	17,5	15,2
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,8%

Robustes Umsatzwachstum

Wie schon im März vorläufig gemeldet, hat GK Software im letzten Jahr 117,6 Mio. Euro umgesetzt. Gegenüber der Vorperiode bedeutet das ein Zuwachs um 1,8 Prozent. Allerdings wird die tatsächliche Dynamik dadurch unterzeichnet, dass 2019 in den Erlösen periodenfremde Erträge in Höhe von 6,7 Mio. Euro enthalten waren. Korrigiert um diese Größe ist der Umsatz im letzten Jahr um knapp 8 Prozent gewachsen.



Quelle: Unternehmen

Schwerpunkt bei Dienstleistungen

Den größten Teil der Umsätze (55,8 Prozent) erzielte GK mit kundenindividuellen Anpassungen und Erweiterungen der Standardsoftware. Hiervon entfielen rund 20 Prozent auf die sogenannten Plattformerweiterungen, aus denen künftig auch Wartungsverträge resultieren, während knapp 36 Prozent mit klassischer kundenindividueller Softwareentwicklung ohne weitergehende Wartungsvereinbarungen (Smart Extensions) erzielt wurden. Mit reinen Produktlizenzen (Lizenzen Plattform) hat GK im letzten Jahr 10,4 Mio. Euro bzw. knapp 9 Prozent der Gesamtumsätze erzielt, 6 Prozent weniger als ein Jahr zuvor. Allerdings ist dabei zu beachten, dass sich im letzten Jahr drei Neukunden sowie ein Bestandskunde für das SaaS-Modell entschieden haben, weswegen die Lizenzeinnahmen aus diesen Abschlüssen, die GK auf insgesamt 13 bis 15 Mio. Euro beziffert, erst in den nächsten Jahren umsatzwirksam werden. Die drittgrößte Einnahmeart war letztes Jahr die Wartung, mit der knapp

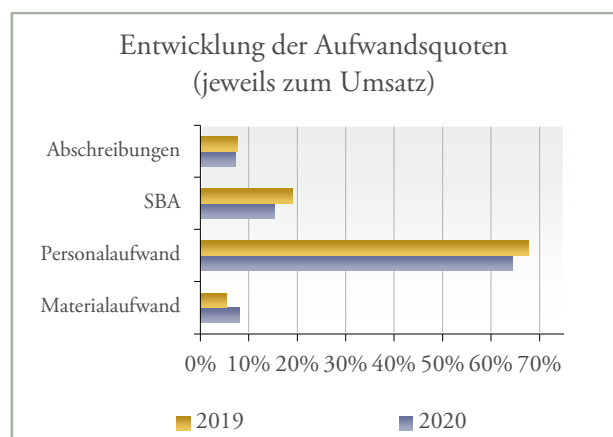
ein Fünftel der Konzernumsätze erwirtschaftet wurden, gefolgt von Beratung (8,9 Prozent) und Hosting (Cloud Betriebsunterstützung; 4,5 Prozent).

Stabiler Rohertrag

Deutlich zugelegt hat im letzten Jahr der Materialaufwand, der sich um die Hälfte auf 9,4 Mio. Euro erhöht hat. Zurückzuführen ist das einerseits auf den verstärkten Rückgriff auf Fremddienstleister und andererseits auf einen erhöhten Hardwareeinsatz bei einem Kunden der neuen Fiskalisierungslösung (siehe unten). Dadurch blieb der Rohertrag trotz des Umsatzwachstums mit 113 Mio. Euro auf Vorjahresniveau (ohne Korrektur um die periodenfremden Erträge im Vorjahr).

Deutliche Einsparungen

Anders als der Materialaufwand haben sich die anderen Kostenarten deutlich rückläufig entwickelt, worin teilweise noch die Auswirkungen des Mitte 2019 lancierten Kostensenkungsprogramms und teilweise direkte Effekte der Pandemie zum Ausdruck kamen. Zu den letzteren gehören vor allem die um 3 Mio. Euro gesunkenen Reisekosten, die maßgeblich zum Rückgang der sonstigen betrieblichen Aufwendungen um mehr als 18 Prozent (auf 17,9 Mio. Euro) beigetragen haben. Der Personalaufwand ist um 3,2 Prozent gesunken, was in absoluten Zahlen eine Ergebnisentlastung um 2,5 Mio. Euro bedeutet. Und schließlich haben sich auch die Abschreibungen (von 8,8 auf 8,5 Mio. Euro) ermäßigt.



Quelle: Unternehmen

EBIT verdreifacht

Die Kostendisziplin hat sich in einem kräftigen Ergebnissprung ausgezahlt. Obwohl das Ergebnis aus 2019 durch periodenfremde Erträge gestützt wurde, und obwohl die Produktlizenzen rückläufig waren, hat sich das EBITDA um 56 Prozent auf 19,1 Mio. Euro erhöht. Die EBITDA-Marge kletterte dadurch von 10,6 auf 16,2 Prozent und damit auf den höchsten Wert seit 2011. Noch stärker ist der Anstieg beim EBIT ausgefallen, das sich auf 10,5 Mio. Euro mehr als verdreifacht hat. Auch hier wurde mit 9,0 Prozent die mit Abstand höchste Marge seit 2011 ausgewiesen. Obschon wir bereits mit einem EBIT-Sprung gerechnet hatten, hat GK mit dem erreichten Wert unsere Schätzung (9,9 Mio. Euro) übertroffen.

Geschäftszahlen	GJ 19	GJ 20	Änderung
Umsatz	115,45	117,56	+1,8%
EBITDA	12,26	19,08	+55,7%
EBITDA-Marge	10,6%	16,2%	
EBIT	3,43	10,54	+207,1%
EBIT-Marge	3,0%	9,0%	
EBT	1,23	9,09	+637,2%
EBT-Marge	1,1%	7,7%	
Nettoergebnis	-3,14	6,21	-
Netto-Marge	-2,7%	5,3%	
Free-Cashflow	-3,81	14,74	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Nettoergebnis um 9,3 Mio. € verbessert

In Kombination mit einer rückläufigen Belastung aus dem Finanzergebnis (-1,6 nach -2,2 Mio. Euro) konnte das EBT um 640 Prozent auf 9,1 Mio. Euro vervielfacht werden. Nach Steuern und Minderheiten wurde somit ein Jahresüberschuss von 6,2 Mio. Euro erzielt, eine Verbesserung um 9,3 Mio. Euro gegenüber dem Vorjahreswert.

Profitabel auch ohne Lizenzen

Wie stark die Profitabilitätsverbesserung der letzten zwei Jahre ausgefallen ist, verdeutlicht auch die Betrachtung des hypothetischen EBIT ohne Produktli-

zenzen (bzw. in neuer Abgrenzung: Plattformlizenzen). Diese sind zwar besonders margenstark, aber auch volatil und konzentrieren sich oft auf die letzten Wochen eines Jahres. Im letzten Jahr ist es GK nun zum ersten Mal in der Unternehmensgeschichte gelungen, für dieses bereinigte EBIT ein positives Ergebnis auszuweisen. Da durch die letztjährigen Vertriebs-erfolge das Gewicht der wiederkehrenden Lizenzeinnahmen in Form von SaaS-Gebühren zukünftig deutlich zunehmen wird, wird die Bedeutung der einmaligen Lizenzen für das Konzernergebnis aber nun an Bedeutung verlieren, weswegen auch die Berechenbarkeit der Erträge besser werden sollte.

Sehr starke Cashflow-Entwicklung

Die beeindruckende Ergebnisverbesserung wurde vom Cashflow noch in den Schatten gestellt, der um fast 18 Mio. Euro zugelegt hat und auf +17,7 Mio. Euro geklettert ist. Der Effekt aus dem Ergebnisanstieg wurde noch dadurch verstärkt, dass die 2019 verbuchten hohen periodenfremden Erträge im letzten Jahr nicht mehr Cash-wirksam waren, da die Zuflüsse bereits in den Vorperioden angefallen waren. Darüber hinaus fiel das Wachstum der Forderungen 2020 deutlich schwächer als 2019 aus, die daraus resultierende Cash-Wirkung verbesserte sich von -4,2 auf -0,2 Mio. Euro. Da darüber hinaus die Auszahlungen für Investitionen mit -3,0 Mio. Euro um 0,6 Mio. Euro geringer ausgefallen sind als im Vorjahr, konnte der Free-Cashflow sogar um 18,3 Mio. Euro auf 14,7 Mio. Euro zulegen.

Nettoverschuldung weiter reduziert

GK nutzte den Liquiditätszufluss für hohe Tilgungen der Bankkredite, die um 8,2 Mio. Euro auf 9,7 Mio. Euro zurückgeführt wurden. Damit lagen sie per Ende September erstmals wieder unter der Liquidität von 11,5 Mio. Euro. Unter Berücksichtigung der Wandelanleihe, die mit einem aktuellen Wandlungspreis von 155 Euro noch weit aus dem Geld liegt, als weitere Finanzverbindlichkeit hat sich die Nettofinanzverschuldung auf 14,5 Mio. Euro ermäßigt. Bezogen auf das letztjährige EBITDA entspricht das einer Verschuldungsquote von 0,8, nach 2,1 im Vorjahr.

Eigenkapitalquote bei 44 Prozent

Deutlich verbessert hat sich auch die Eigenkapitalquote, das letzte Jahr um 15 Prozent auf 48,7 Mio. Euro gestiegen ist. Da die Bilanzsumme gleichzeitig um 3 Prozent auf 110,7 Mio. Euro abgenommen hat (vor allem wegen der über den Investitionen liegenden Abschreibungen, der Abnahme der Vertragsvermögenswerte und der Kredittilgungen), hat sich die Eigenkapitalquote von 37,1 auf 44,0 Prozent erhöht.

Erfolgreiche Kapitalerhöhung im März

Inzwischen dürfte sie weiter zugelegt haben, weil GK im März eine Barkapitalerhöhung durchgeführt und in deren Rahmen 0,18 Mio. neue Aktien zum Stückpreis von 105,75 Euro ausgegeben hat. Mit dem daraus resultierenden Bruttoemissionserlöse von 19,0 Mio. Euro dürfte die Eigenkapitalquote inzwischen ceteris paribus bei über 50 Prozent liegen.

Übernahmepläne und neues Produkt

Die trotz der exzellenten Cashflow-Entwicklung durchgeführte Kapitalerhöhung begründet GK mit mehreren Überlegungen. Dazu gehören die – nach Aussage des Vorstands aber noch nicht konkreten – Pläne, die eigene Präsenz in Asien mittels einer Akquisition zu stärken sowie die angekündigte Entwicklung eines neuen Produkts. Bei dieser Produktinnovation, die unter dem Namen GK Spot vermarktet werden soll, handelt es sich um eine cloudbasierte Big Data-Lösung mit KI-Unterstützung, die dem Einzelhandel dazu verhelfen soll, zentrale Parameter in Echtzeit zu berechnen und zu optimieren. Für die Entwicklung des Produkts veranschlagt das GK-Management zwei bis drei Jahre und ein Budget im mittleren siebenstelligen Bereich, doch anschließend verspricht sich das Unternehmen davon ein großes und margenstarkes Geschäftspotenzial. Im Rahmen der Bilanzpressekonferenz sprach das Management von einem jährlichen Umsatzbeitrag zwischen 20 und 30 Mio. Euro bei einer Marge oberhalb des aktuellen Konzernniveaus.

Fiskalisierungslösung exzellent gestartet

Denselben Anspruch stellt das Management an das Geschäft mit der neuen Fiskalisierungslösung Fiskal

Cloud, das nach Unternehmensangaben exzellent angelaufen ist. Umsatzseitig wird dies zwar erst ab dem zweiten Quartal 2021 im größeren Ausmaß spürbar, weil bis Ende März der von den Bundesländern verlängerte Nichtanwendungserlass galt, doch GK konnte schon zum Jahreswechsel mehr als 100 Kunden unter Vertrag nehmen, welche die Software spätestens seit dem 1. April produktiv nutzen. Hierbei setzt GK ausschließlich auf das SaaS-Modell und konnte bereits zum Jahreswechsel auf ein für die nächsten drei Jahre vertraglich gesichertes Umsatzvolumen von 33 bis 35 Mio. Euro verweisen. Darin noch nicht enthalten sind nach Unternehmensangaben die Erlöse mit einer Archivierungslösung (Fiskal Cloud Archiv), die seit diesem Jahr als Ergänzung zu Fiskal Cloud angeboten wird und der GK ebenfalls ein hohes Potenzial zutraut. Nicht minder wichtig als die starke Marktresonanz ist die gute technische Performance von Fiskal Cloud, die laut GK schon in den ersten Betriebswochen problemlos enorme Datenmengen bewältigt hat. Derzeit sind deutschlandweit mehr als 150 Tsd. Kassen an das System angebunden, an denen täglich mehr als 50 Mio. Transaktionen durchgeführt werden.

Neue Mittelfristprognose

Auf der Grundlage der guten Zahlen für das letzte Jahr und noch viel mehr der vielversprechenden Perspektiven hat GK eine neue Mittelfristprognose veröffentlicht. Diese sieht bis 2023 ein Umsatzwachstum auf 160 bis 175 Mio. Euro vor, was gegenüber 2020 einem Zuwachs um mindestens ein Drittel entspräche. Darin eingerechnet sind alle derzeit bereits im Markt befindlichen Produkte, so dass GK Spot, so denn die Lösung schon 2023 im Kundeneinsatz sein sollte, ein weiteres Upside-Potenzial darstellt. Dasselbe gilt für die Internationalisierung des Geschäfts mit Fiskal Cloud sowie für die angedachte Expansion nach Asien. Ergebnisseitig wurde die Zielsetzung der letzten Mittelfristprognose bekräftigt, die letztes Jahr durch die Pandemie nicht erreicht wurde. Demnach will GK die EBIT-Marge bis spätestens 2023 auf 15 Prozent erhöhen und dieses Niveau dauerhaft mindestens halten. Demgegenüber wurde für das laufende Jahr mit Hinweis an die andauernde Pandemie keine konkrete Prognose veröffentlicht, im Geschäftsbericht

beschränkt sich GK auf die Aussage, den Umsatz und das EBIT leicht erhöhen zu wollen. Die angesichts der bereits feststehenden Umsätze mit Fiskal Cloud und der nach Unternehmensangaben weiterhin sehr gut gefüllten Vertriebs-Pipeline für das Kernprodukt CLOUD4RETAIL sehr zurückhaltend anmutende Prognose begründet der Vorstand auf Nachfrage zusätzlich mit der Unsicherheit über die Dynamik, die der Umstieg auf das SaaS-Modell annehmen könnte (was sich kurzfristig dämpfend auf die Umsatzentwicklung auswirken kann), räumt aber auch ein, die Prognose bewusst sehr vorsichtig formuliert zu haben.

Umsatzschätzungen unverändert

Wir hatten bisher für 2021 eine deutliche Aufholbewegung der Umsätze unterstellt und mit einem Umsatzwachstum von 20 Prozent auf 141,7 Mio. Euro kalkuliert. Unterstellt man einen Beitrag von 10 Mio. Euro von Fiskal Cloud, müsste das bisherige Geschäft um 12 Prozent wachsen, um diese Marke zu erreichen. In Erwartung, dass der rasche Impfortschritt in wichtigen Märkten (USA, Deutschland) spätestens ab der Jahresmitte eine schrittweise Normalisierung zulässt, könnte sich das Neugeschäft im dritten und vor allem im vierten Quartal spürbar beleben. Wir halten deswegen an unserer Umsatzschätzung fest, wohlwissend, dass wir damit spürbar optimistischer sind als das Unternehmen selbst. Das gilt aber nicht für die weiteren Jahre, für die wir unsere Umsatzschätzungen ebenfalls unverändert lassen. Für 2023 rechnen wir dementsprechend weiterhin mit knapp 170 Mio. Euro und damit mit einem Wert im mittleren Drittel der neuen Mittelfristprognose von GK. Zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2028 liegt unsere Umsatzschätzung bei 237 Mio. Euro.

EBITDA-Marge höher

Da der Profitabilitätsfortschritt im letzten Jahr letztlich stärker ausgefallen ist als von uns zuvor erwartet, haben wir unsere Margenschätzungen etwas angehoben. Die EBITDA Marge für dieses Jahr erwarten wir nun bei 16,8 Prozent und damit 0,5 Prozentpunkte höher als bisher. Dahinter verbirgt sich aber auch eine Verschiebung der Aufwandsquoten, weil wir einerseits die Materialaufwandsquote angehoben und anderer-

seits die sonstigen betrieblichen Aufwendungen niedriger angesetzt haben. Der letztgenannte Aspekt ist nicht zuletzt der Tatsache geschuldet, dass GK angekündigt hat, die Reiseaktivitäten auch nach der Überwindung der Pandemie nicht mehr auf das Vor-Krisen-Niveau erhöhen zu wollen. Gerade für die kundenindividuelle Entwicklung hat sich nach Unternehmensangaben die Remote-Lieferung sehr gut bewährt und stößt auch kundenseitig auf große Zustimmung. Das höhere Margenniveau setzt sich in den nächsten Jahren fort, zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums rechnen wir nun mit einer EBITDA Marge von 17,7 Prozent (bisher 17,1 Prozent).

Abschreibungen höher

Auf der EBIT-Ebene wurde diese Anhebung aber durch etwas höhere Abschreibungen wieder aufgewogen, sodass die Ziel-EBIT-Marge zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums weiter bei 14,5 Prozent liegt. Die höheren Abschreibungen resultieren einerseits aus den in 2021 um 2022 aktivierten Entwicklungsleistungen für GK Spot und andererseits aus dem höheren Bestand an gemieteten bzw. geleasten Vermögensgegenständen. Damit bleiben wir bezüglich der EBIT-Marge weiterhin unter dem von GK angestrebten Zielwert von 15 Prozent. Für das laufende Jahr resultiert aus unseren Annahmen ein EBIT von 15,9 Mio. Euro, ein Vorsteuerergebnis von 14,9 Mio. Euro und ein Jahresüberschuss von 10,5 Mio. Euro. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2021 bis 2028 zeigt die Tabelle auf der folgenden Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang. Eine Änderung haben wir bezüglich des Terminal Value vorgenommen. Nachdem GK Software in den letzten zwei Jahren erhebliche Profitabilitätsfortschritte erzielt hat, haben wir den Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge, den wir bisher auf 25 Prozent taxiert hatten, nun auf 15 Prozent abgesenkt. Damit kalkulieren zur Ermittlung des Terminal Value nun mit einer EBIT-Marge von 12,3 Prozent. Das „ewige“ Cashflow-Wachstum setzen wir unverändert mit 1,0 Prozent p.a. an.

Mio. Euro	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	141,7	157,2	169,8	181,7	194,4	208,0	222,6	237,1
Umsatzwachstum		11,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
EBIT-Marge	11,2%	11,9%	12,7%	13,3%	13,7%	14,0%	14,2%	14,5%
EBIT	15,9	18,7	21,5	24,1	26,6	29,1	31,7	34,3
Steuersatz	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%
Adaptierte Steuerzahlungen	4,6	5,4	6,3	7,0	7,7	8,5	9,2	10,0
NOPAT	11,3	13,2	15,2	17,1	18,9	20,6	22,5	24,3
+ Abschreibungen & Amortisation	4,9	5,1	5,4	5,1	4,9	4,7	4,7	4,6
+ 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	16,2	18,4	20,6	22,2	23,7	25,3	27,1	29,0
- Zunahme Net Working Capital	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,4	-2,6	-2,9
- Investitionen AV	-6,1	-6,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,8
Free Cashflow	8,8	10,5	14,4	15,8	17,0	18,3	19,8	21,3

SMC Schätzmodell

WACC unverändert

Den aus unseren Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite und für die Marktrisiko-prämie ziehen wir den Durchschnittswert für Deutschland heran, der aktuell bei 5,8 Prozent liegt (Quelle: Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 81 countries in 2020). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein Eigenkapitalkostensatz von 8,0 Prozent. Bei einem Zielfremdkapitalanteil von 35 Prozent entspricht das einem WACC-Satz von 6,2 Prozent.

Kursziel: 153,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,2 Prozent) ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 343,5 Mio. Euro bzw. 152,93 Euro je Aktie, woraus wir das neue Kursziel von 153,00 Euro ableiten. Die Erhöhung gegenüber dem letzten Update (131,00 Euro) ist

auf die erhöhte operative Marge, sowohl im Detailprognosezeitraum als auch zur Ermittlung des Terminal Value, zurückzuführen. Unverändert gelassen haben wir hingegen die Einstufung der Prognoseunsicherheit, für welche wir wegen der immer noch bestehenden Abhängigkeit der Gewinnentwicklung von den volatilen Lizenzerlösen weiterhin vier von sechs möglichen Risikopunkten vergeben.

Sensitivitätsanalyse

Bei einer Variation der Inputparameter WACC (zwischen 5,2 und 7,2 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) im Rahmen der Sensitivitätsanalyse schwankt der faire Wert zwischen 114,18 und 239,62 Euro je Aktie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,2%	239,62	212,72	192,27	176,20	163,24
5,7%	205,69	185,98	170,48	157,99	147,69
6,2%	179,92	164,98	152,93	143,01	134,69
6,7%	159,69	148,07	138,49	130,47	123,65
7,2%	143,39	134,16	126,42	119,84	114,18

Fazit

GK Software hat sich 2020 trotz der Corona-Pandemie sehr erfolgreich entwickelt. Obwohl durch die Pandemie sowohl die Investitionsbereitschaft in Teilen des Einzelhandels gedämpft als auch die Ansprache von möglichen Neukunden erschwert wurde, konnte der Umsatz erneut gesteigert werden. Bereinigt um periodenfremde Erträge im Vorjahr lag das Wachstum bei beachtlichen 8 Prozent.

Doch dies wurde von der Ergebnisentwicklung deutlich in den Schatten gestellt. Trotz des genannten Effekts in 2019 und trotz der niedrigeren Plattformlizenzen konnte GK das EBITDA um mehr als die Hälfte verbessern, das EBIT mehr als verdreifachen und das Vorsteuerergebnis auf 9,1 Mio. Euro mehr als versiebenfachen. Das Nachsteuerergebnis wurde um 9,3 Mio. Euro auf 6,2 Mio. Euro verbessert.

Zusätzlich hat sich GK 2020 SaaS-Erlöse im Volumen von rund 50 Mio. Euro vertraglich gesichert, die beginnend mit 2021 in den nächsten Jahren umsatzwirksam werden. Etwa ein Drittel davon entfällt auf SaaS-Verträge für das Kernprodukt, was eine rasch steigende Bereitschaft der Einzelhändler signalisiert, sich auf dieses Modell einzulassen. Durch die Pandemie und die in Teilen des Einzelhandels reduzierten Investitionsbudgets könnte dieser Trend noch weiter zunehmen.

Die übrigen zwei Drittel der 50 Mio. Euro hat die neue Fiskalisierungslösung beigetragen, mit der GK

einen exzellenten Marktstart hingelegt hat. Damit hat das Unternehmen aber nicht nur ein attraktives Marktsegment besetzt, sondern auch technologisch eine wichtige Entwicklung vollzogen, auf deren Basis in den nächsten Jahren die neue Big-Data-Lösung GK Spot eingeführt werden soll.

GK Software überzeugt somit sowohl mit den Vergangenheitszahlen als auch mit den weiteren Perspektiven. Gemäß der neuen Mittelfristprognose will das Management die Umsätze bis 2023 auf 160 bis 174 Mio. Euro steigern und dabei eine EBIT-Marge von mindestens 15 Prozent erwirtschaften.

Wir halten dies vor allem umsatzseitig für gut erreichbar. Bezüglich der EBIT-Marge sind wir in unseren Schätzungen etwas vorsichtiger geblieben, sehen nach der Aktualisierung unseres Bewertungsmodells für die GK-Aktie aber dennoch ein deutliches Kurspotenzial. Das Unternehmen überzeugt mit einer exzellenten Marktstellung, einem modernen Produktportfolio, einer mehr als soliden Bilanz, einer hohen Wachstumsdynamik und endlich auch mit einer guten Profitabilität.

Wie bestätigen vor diesem Hintergrund unser Urteil „Buy“ und trauen der Aktie, die nach einem starken Anstieg jüngst unser letztes Kursziel erreicht hat, weiteres Potenzial bis 153,00 Euro zu.

Anhang I: 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	56,5	57,7	58,9	57,9	57,4	57,1	57,0	57,1	57,2
1. Immat. VG	25,4	25,4	25,3	23,3	21,8	20,6	19,8	19,2	18,7
2. Sachanlagen	30,7	31,9	33,1	34,2	35,2	36,0	36,8	37,5	38,1
II. UV Summe	54,2	82,3	79,1	94,2	110,9	128,0	145,4	163,2	181,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	48,7	78,3	90,8	104,6	119,5	135,0	151,1	167,6	184,4
II. Rückstellungen	3,5	3,7	4,0	4,2	4,5	4,7	5,0	5,2	5,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	29,7	29,3	13,6	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
2. Kurzfristiges FK	28,8	28,8	29,6	30,4	31,4	32,4	33,4	34,5	35,6
BILANZSUMME	110,7	140,0	137,9	152,1	168,2	185,1	202,4	220,3	238,4

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzerlöse	117,6	141,7	157,2	169,8	181,7	194,4	208,0	222,6	237,1
Gesamtleistung	118,4	143,7	159,2	169,8	181,7	194,4	208,0	222,6	237,1
Rohhertrag	109,0	133,0	147,5	157,2	168,3	180,1	192,7	206,2	219,6
EBITDA	19,1	23,8	26,8	29,8	32,2	34,4	36,8	39,3	41,9
EBIT	10,5	15,9	18,7	21,5	24,1	26,6	29,1	31,7	34,3
EBT	9,1	14,9	18,4	21,3	24,2	26,8	29,4	32,1	34,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	6,3	10,5	13,1	15,1	17,1	19,0	20,8	22,8	24,7
JÜ	6,2	10,5	13,1	15,1	17,1	19,0	20,8	22,8	24,7
EPS	3,04	4,69	5,82	6,74	7,63	8,45	9,27	10,15	11,01

Anhang II: 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	17,7	17,1	19,6	21,7	23,2	24,7	26,2	27,8	29,5
CF aus Investition	-3,0	-6,1	-6,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,6	-4,7	-4,8
CF Finanzierung	-11,3	14,6	-19,4	-5,3	-5,3	-6,5	-7,8	-9,3	-11,0
Liquidität Jahresanfa.	2,3	5,7	31,3	25,2	37,3	50,7	64,3	78,0	91,8
Liquidität Jahresende	5,7	31,3	25,2	37,3	50,7	64,3	78,0	91,8	105,5

Kennzahlen

Prozent	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027	12 2028
Umsatzwachstum	1,8%	20,5%	11,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	6,5%
Rohermargemarge	92,7%	93,9%	93,8%	92,6%	92,6%	92,6%	92,6%	92,6%	92,6%
EBITDA-Marge	16,2%	16,8%	17,0%	17,6%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
EBIT-Marge	9,0%	11,2%	11,9%	12,7%	13,3%	13,7%	14,0%	14,2%	14,5%
EBT-Marge	7,7%	10,5%	11,7%	12,6%	13,3%	13,8%	14,1%	14,4%	14,7%
Netto-Marge (n.A.D.)	5,3%	7,4%	8,3%	8,9%	9,4%	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 04.05.2021 um 6:50 Uhr fertiggestellt und am 04.05.2021 um 8:15 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
24.03.2021	Buy	131,00 Euro	1), 3), 10)
27.01.2021	Buy	131,00 Euro	1), 3), 10)
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)

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.