

Datum 22.05.2017

Empfehlung:

Halten (alt: Halten)

PT: € 80,40 (alt: € 68,40)

GK Software

Branche: Software

Segment: Prime Standard

ISIN: DE0007571424

Reuters: GKSG

Kurs (19.05.2017): € 76,40

Marktkapitalisierung € 139 Mio.

EV € 144 Mio.

Ø-Volumen in T€ (100 Tage) 132,1

52W Hoch € 80,66

52W Tief € 41,25

Finanzkalender

Q1 2017 30.05.2017

HV 22.06.2017

Aktionärsstruktur

GK Software Hldg. 49,8%

SAP AG 5,3%

R.Gläß 3,3%

S.Kronmüller 2,3%

Kursentwicklung



Daniel Großjohann

dg@equits.de

+49 (0)69 95 41 16 08

Thomas J. Schießle

ts@equits.de

+49 (0)69 95 45 43 60



EQUITS GmbH

Am Schieferstein 1

D-60435 Frankfurt

GK SOFTWARE AG

Mittelfristiges Umsatzziel schneller erreichbar?

Die 2016er Umsatzentwicklung (+23,5%) rückt das Erreichen der Mittelfristprognose (Vereineinhalbfachung des 2015er Umsatzes bis 2018) bereits im laufenden Jahr in greifbare Nähe. Wir haben unsere Umsatzprognose für 2017ff angehoben, denn die Vertriebspipeline ist dem Unternehmen nach gut gefüllt. Auch das Bestandskundengeschäft dürfte Wachstumsimpulse liefern und das Makroumfeld scheint uns robust. Unsere mittelfristige Margenerwartung haben wir indes unverändert belassen. Gelingt es GK das eigene Projektgeschäft über IT-Dienstleister/zertifizierte Implementierungspartner erfolgreich zu skalieren, sollten die angestrebten EBIT-Margen von 15% und mehr im Kerngeschäft GK/Retail ab 2018ff gut erreichbar sein. Bei einem 2017er EV/Umsatz von 1,6 weist die Aktie – trotz des Anstiegs der letzten Wochen - insbesondere im Peer-Vergleich weiteres Kurspotenzial auf.

- ✓ Ein besonders starkes Wachstum (+30,9%) verzeichnete GK Software im Kernsegment GK/Retail, das aktuell für knapp 84% der Umsätze steht. Die IT-Services, die für 15% der Umsätze stehen, sanken auf Grund von erwarteten Rückgängen bei hardwarebezogenen Dienstleistungen leicht. Die SQRS-Lösungswelt läuft planmäßig zugunsten der GK/Retail-Lösung aus und verantwortet nur noch für 1,1% der erzielten Umsätze.
- ✓ Die Skalierung über Implementierungspartner greift zunehmend, der Umsatz pro Mitarbeiter steigt bereits seit 2012 kontinuierlich. 2016 wurden die Mitarbeiter von zwölf neuen Implementierungspartnern an der GK Academy zertifiziert, einige davon sind bereits in Projekten aktiv. Der Anstieg beim Konzernumsatz (+23,5%) verlief überproportional zur Entwicklung von Personalkosten (+20,2%) und Mitarbeiteranzahl zum Jahresende (+23,3%). Das ist ein beachtlicher Erfolg, da neue Mitarbeiter anfangs typischerweise nicht die volle Produktivität aufweisen und die Umsatz/Mitarbeiter-Kennzahl daher drücken. Die Materialkosten sanken 2016 sogar um 7,1%.

Ausblick des Unternehmens: In 2017 wird eine nicht unerhebliche Ausdehnung des GK/Retail-Umsatzes erwartet, die auch die Ertragslage weiter verbessert. Der ursprünglich für 2018 angestrebte Umsatz von umgerechnet über € 90 Mio. könnte bereits 2017 erreicht werden. Ab 2018 will das Unternehmen im Kernsegment wieder EBIT-Margen oberhalb von 15% erzielen. Temporär können Margenbelastungen aus der Erschließung neuer Märkte und kurzfristigen Projektverschiebungen resultieren.

Kennzahlenübersicht - GK Software AG

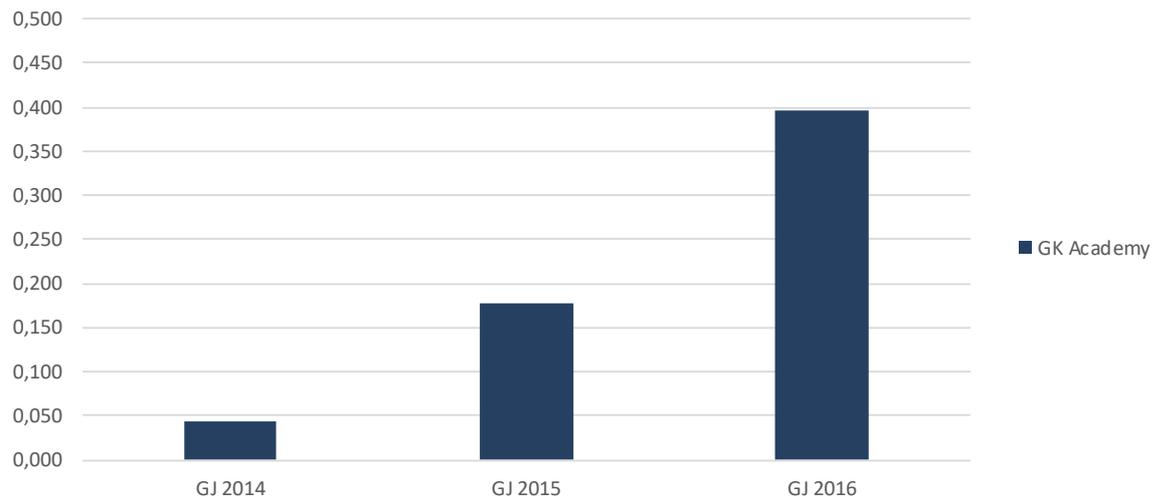
	Umsatz	EBITDA	EBIT	EPS (adj.)	EV/Umsatz	KGV
2015 a	62,6	2,2	-1,3	-0,79	1,19	-43,7
2016 a	77,3	7,8	3,9	1,50	1,28	31,3
2017 e	88,5	11,3	7,3	2,52	1,51	29,3
2018 e	97,2	16,3	12,2	4,37	1,38	16,9
2019 e	107,1	18,0	13,7	5,00	1,25	14,8

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose, Kennzahlen)

GK Academy als Skalierungsschlüssel

Die GK Academy bietet für GK-Implementierungspartner die (entgeltliche) Zertifizierung von deren Mitarbeitern an, damit diese in ausgewählten GK-Projekten Projektverantwortung übernehmen können. Die Umsatzentwicklung der GK Academy ist also auch Gradmesser für den Erfolg der Skalierungsbemühungen. Allein 2016 wurden die Mitarbeiter von 12 (neuen) Implementierungspartnern geschult.

Tabelle 01: Umsatzentwicklung GK Academy (in € Mio.)



Quelle: Unternehmensangaben

Die zertifizierten Implementierungspartner ermöglichen es GK Software die eigenen Kapazitäten besser zu skalieren und die Internationalisierung schneller voranzutreiben – umgekehrt zeigt auch das wachsende Interesse an den Zertifizierungen, welches Potenzial die Partner in der OmniPOS-Cloudlösung sehen. Dem (internationalen) Wachstum wird GK aus strategischen Erwägungen auch weiterhin Vorrang einräumen, (temporäre) Margenbelastungen im Zuge des Ausbaus der geografischen Reichweite sind daher möglich. Auch im Inland ist noch weiteres Umsatzpotenzial vorhanden, etwa bei kleineren und mittelgroßen Handelsketten, die bisher nicht im Fokus standen. Hier kann GK insbesondere mit dem Vertrieb standardisierter Lösungen erfolgreich sein. Eine weitere Wachstumsquelle ist das Folgegeschäft mit Bestandskunden, das auch 2016 ausgebaut werden konnte.

Umwandlung in Europäische Aktiengesellschaft (SE) geplant

Vorstand und Aufsichtsrat haben beschlossen der voraussichtlich am 22.6.2017 stattfindenden Hauptversammlung den Vorschlag der Umwandlung der AG (Aktiengesellschaft) in eine SE (Societas Europaea) zu unterbreiten. Die Umwandlung soll keine Auswirkungen auf Kunden und Mitarbeiter haben, so sollen u.a. Haupt- und Verwaltungssitz, sowie die zweigliedrige Organstruktur mit Vorstand und Aufsichtsrat sollen erhalten bleiben. Ausführlichere Informationen will die Gesellschaft mit der Einladung zu Hauptversammlung geben. Wir sehen in der neuen Rechtsform vor allem einen Ausdruck der zunehmenden Internationalisierung.

Tabellenanhang

GuV (in EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatzerlöse	44,634	62,602	77,333	88,525	97,245	107,125
Bestandsveränderung f./unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktivierete Eigenleistungen	0,512	0,525	0,382	0,437	0,480	0,529
Sonstige betriebliche Erträge	2,188	1,726	1,769	2,025	2,224	2,450
Gesamtleistung	47,333	64,853	79,483	90,987	99,949	110,104
Materialaufwand	-5,151	-8,266	-7,681	-8,624	-8,673	-9,194
Bruttoergebnis	42,182	56,587	71,802	82,362	91,276	100,910
Personalaufwand	-28,749	-39,668	-47,669	-52,119	-55,070	-61,168
Sonstige betr. Erträge / Aufwendungen	-13,397	-14,742	-16,330	-18,991	-19,929	-21,771
EBITDA	0,037	2,177	7,803	11,251	16,277	17,970
Abschreibungen/Amortisation	-3,052	-3,453	-3,861	-3,992	-4,121	-4,258
EBIT	-3,015	-1,276	3,942	7,259	12,156	13,712
Finanzergebnis	0,028	-0,107	-0,491	-0,467	-0,356	-0,207
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	-2,987	-1,383	3,452	6,793	11,801	13,505
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	1,117	-0,117	-0,626	-2,038	-3,540	-4,052
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	-1,870	-1,500	2,826	4,755	8,260	9,453
Bereinigungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bereinigtes Nettoergebnis	-1,870	-1,500	2,826	4,755	8,260	9,453
Gewichtete Anzahl Aktien	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89
EPS	-0,99	-0,79	1,50	2,52	4,37	5,00
EPS bereinigt	-0,99	-0,79	1,50	2,52	4,37	5,00
DPS	0,00	0,00	0,00	0,55	0,94	1,12

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose)

Kapitalflussrechnung (in EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
CF aus operativer Geschäftstätigkeit	-0,394	2,196	3,699	5,864	10,158	11,185
CF aus Investitionstätigkeit	-1,569	-18,583	-5,099	-4,161	-4,571	-4,258
CF aus der Finanzierungstätigkeit	-1,606	12,574	-2,119	-2,000	-3,046	-3,784
Veränderung der Zahlungsmittel	-3,569	-3,813	-3,519	-0,297	2,540	3,143
Flüssige Mittel am Periodenende	10,173	7,377	6,017	5,720	8,261	11,404

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose)

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende des Dokuments -

Bilanz (in EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Anlagevermögen	13,445	30,944	32,736	32,905	33,356	33,355
Imm. Vermögenswerte	8,474	25,190	23,828	22,435	21,142	19,649
Sachanlagen	4,970	5,753	8,902	10,464	12,207	13,700
Finanzanlagen	0,002	0,002	0,007	0,007	0,007	0,007
Umlaufvermögen	28,270	33,074	33,963	36,950	42,049	48,092
Vorräte	1,159	1,655	1,180	1,351	1,484	1,635
Forderungen aus LuL	12,375	19,100	21,512	24,625	27,051	29,800
Sonstige Forderungen	4,563	4,943	5,254	5,254	5,254	5,254
Kasse und Wertpapiere	10,173	7,377	6,017	5,720	8,261	11,404
Sonstiges Aktiva	2,957	3,742	4,915	4,915	4,915	4,915
Summe Aktiva	44,673	67,760	71,615	74,771	80,321	86,363
Eigenkapital	30,555	28,967	31,654	36,409	43,623	51,292
Rücklagen	30,555	28,967	31,654	36,409	43,623	51,292
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	3,321	4,081	3,222	3,307	3,396	3,489
Verbindlichkeiten	8,600	32,085	33,183	31,500	29,746	28,026
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,132	14,723	14,763	12,763	10,763	8,763
Verbindlichkeiten aus LuL	1,634	2,091	2,187	2,504	2,750	3,030
Sonstige nichtzinstr. Verbindlichk.	5,835	15,271	16,233	16,233	16,233	16,233
Sonst. Verbindlichkeiten	2,196	2,628	3,555	3,555	3,555	3,555
Summe Passiva	44,673	67,760	71,615	74,771	80,321	86,363

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose)

Kennzahlen	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	1,61	1,19	1,28	1,57	1,43	1,30
EV/EBITDA	1969,16	34,17	12,67	12,34	8,53	7,72
EV/EBIT	-23,84	-58,32	25,08	19,12	11,42	10,12
KGV bereinigt	-42,38	-43,72	31,27	30,37	17,48	15,27
KGV verwässert und bereinigt	-42,38	-43,72	31,27	30,37	17,48	15,27
PCPS	41,00	24,45	15,24	16,35	11,58	10,46
Preis/Buchwert	2,59	2,26	2,79	3,97	3,31	2,82
Rentabilitätskennzahlen in %						
EBITDA-Marge	0,1%	3,5%	10,1%	12,7%	16,7%	16,8%
EBIT-Marge	-6,8%	-2,0%	5,1%	8,2%	12,5%	12,8%
Vorsteuermarge	-6,7%	-2,2%	4,5%	7,7%	12,1%	12,6%
Nettomarge	-4,2%	-2,4%	3,7%	5,4%	8,5%	8,8%
Free-Cash-Flow-Marge	0,3%	n.m.	0,7%	5,3%	8,1%	8,9%
ROE	-5,9%	-5,0%	9,3%	14,0%	20,6%	19,9%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in T€)	78,0	84,7	84,9	90,0	94,1	98,8
Personalaufwand/Mitarbeiter (in T€)	50,3	53,7	52,3	53,0	53,3	56,4
Nettoerg./Mitarbeiter (in T€)	-3,3	-2,0	3,1	4,8	8,0	8,7
Anzahl Mitarbeiter	572	739	911	984	1033	1085
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	68,4%	42,7%	44,2%	48,7%	54,3%	59,4%
Gearing	46,2%	133,9%	126,2%	105,4%	84,1%	68,4%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	1,2%	1,5%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	1,02	1,42	3,07	4,67	6,60	7,30
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,08	-8,45	0,27	2,47	4,18	5,05
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	6,8%	5,5%	5,0%	4,5%	4,2%	4,0%
Capex/Umsatz	4,0%	29,8%	6,8%	4,7%	4,7%	4,0%
Working Capital/Umsatz	26,7%	29,8%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Steuerquote	37,4%	-8,5%	18,1%	30,0%	30,0%	30,0%
Quelle: EQUI.TS						

DISCLAIMER

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: EQUI.TS GmbH

Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst, und Thomas Schießle, Analyst.

Die EQUI.TS GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	09.09.2015	Kaufen	€ 45,00
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	04.12.2015	Kaufen	€ 46,80
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	07.03.2016	Kaufen	€ 45,20
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	17.05.2016	Kaufen	€ 54,35
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	21.06.2016	Kaufen	€ 54,35
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	12.09.2016	Kaufen	€ 59,60
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	05.12.2016	Halten	€ 61,10
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	12.04.2017	Halten	€ 68,40

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, es wurden anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die EQUI.TS GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der Erstveröffentlichung der Finanzanalyse:

(22.05.2017)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

(Schlusskurse vom 19.05.2017)

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. EQUITS GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte durch Verwendung der folgenden Zahlenhinweise:

1. Der Verfasser hält eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5% des Grundkapitals,
2. Der Verfasser war in den letzten zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten öffentlich herausgab,
3. Der Verfasser erstellt Kauf- / Verkaufsgeschäfte über die analysierten Inhalte,
4. Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Verfasser und dem Emittenten,
5. Der Verfasser gehört zu einem Kontrollorgan des Emittenten oder übt in anderer Weise eine entsprechende Kontrollfunktion aus,
6. Der Verfasser hat die Analyse auf Basis einer Vereinbarung (vergüteter Auftrag) erstellt,
7. Der Verfasser erhält Zahlungen von dem Emittenten,
8. Der Verfasser hat in den letzten zwölf Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking geschlossen, eine Leistung oder ein entsprechendes Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten

Bei der vorliegenden Finanzanalyse trifft Interessenskonflikt 6. zu.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

Dieses Dokument wurde von der EQUI.TS GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.

Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der EQUI.TS GmbH zulässig.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.

Dieses von EQUI.TS GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von EQUI.TS GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann EQUI.TS GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens EQUI.TS GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von EQUI.TS GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von EQUI.TS GmbH berichtigt werden, ohne dass EQUI.TS GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.