

Datum 21.11.2017

**Empfehlung:**

**Kaufen** (alt: Halten)

**PT: € 135,70** (alt: € 135,70)

**GK Software**

Branche: Software

Segment: Prime Standard

ISIN: DE0007571424

Reuters: GKSG

**Kurs (20.11.2017):** € 110,90

Marktkapitalisierung € 210 Mio.

EV € 205 Mio.

Ø-Volumen in T€ (100 T.) 265

52W Hoch € 132,50

52W Tief € 51,80

**Finanzkalender**

Q3 2017 27.11.2017

GB 2017 26.04.2018

**Aktionärsstruktur**

GK Software Hldg. 49,8%

SAP AG 5,3%

R.Gläß 3,3%

S.Kronmüller 2,3%

**Kursentwicklung**



**Daniel Großjohann**

[dg@equits.de](mailto:dg@equits.de)

+49 (0)69 95 41 16 08

**Thomas J. Schießle**

[ts@equits.de](mailto:ts@equits.de)

+49 (0)69 95 45 43 60



EQUITS GmbH

Am Schieferstein 1

D-60435 Frankfurt

# GK SOFTWARE AG

## Dynamisches Wachstum setzt sich auch in Q3 fort – Ausblick bestätigt

Gemäß der vorläufig berichteten Zahlen erzielte GK in den ersten 9 Monaten einen Umsatz von € 65,93 Mio. (+24%) und einen deutlich überproportionalen Anstieg bei EBITDA (€ 6,73 Mio.; + 66,5%) und EBIT (€ 4,11 Mio.; 9M 16: € 1,04 Mio.). Vor dem Hintergrund dieser Zahlen und der gegenwärtigen Vertriebschancen wurden der Ausblick für 2017, sowie der mittelfristige Ausblick, vom Unternehmen bestätigt. Auch wir belassen unsere Schätzungen unverändert. Nachdem die Aktie sich vom 52-Wochen-Hoch (€ 132) wieder etwas entfernt hat, empfehlen wir GK Software (bei unverändertem Kursziel) zum Kauf.

- ✓ Unser Ausblick auf Q4 2017: Wir gehen für Q4 2017 implizit von einem Umsatz i.H.v. € 27,9 Mio. aus, dies entspricht knapp 30% des von uns erwarteten Jahresumsatzes. Das Schlussquartal ist typischerweise das umsatzstärkste. In den vergangenen vier Jahren wurden bei GK jeweils zwischen 31% und 33% des Jahresumsatzes in Q4 erzielt. Q4 war, bedingt durch das typischerweise starke Softwaregeschäft im Schlussquartal, meist auch das margenstärkste Quartal. Der Verlauf des Softwarelizenzgeschäftes in Q4 ist maßgeblich für das Erreichen der impliziten Q4-EBIT-Erwartung von rd. € 3,77 Mio.
- ✓ Auch wenn Neukundenprojekte typischerweise für eine gewisse Volatilität in den Quartalsumsätzen sorgen, gelang es GK 2017 in allen drei Quartalen mehr als 20%iges Wachstum gegenüber dem Vorjahresquartal zu zeigen. Die Schwankungen in den Wachstumsraten haben – auch bedingt durch die gestiegene Umsatzbasis – in den vergangenen Quartalen abgenommen.
- ✓ Gerade im Vergleich zu Unternehmen, die (wie GK Software) einen deutlichen Anteil ihrer Umsätze mit Software/SaaS erzielen, ist GK günstig. Dies gilt insbesondere dann, wenn man Wachstumsaussichten und Technologieportfolio berücksichtigt. So weist GK das dritthöchste erwartete Wachstum (CAGR 17e-19e: 14,4%) in der zehn Titel umfassenden Peer auf. Nur bei den deutlich teurer gepreisten Peers Shopify (CAGR 17e-19e: 36%; EV/Umsatz (18e): 8,9) und Vectron (CAGR 17e-19e: 16,7%; EV/Umsatz (18e): 4,0) erwartet der Markt noch stärkeres Wachstum. Mit der Übernahme der prudsys hat GK zudem jüngst den Einstieg in Bereiche wie „Künstliche Intelligenz“ und „Maschinelles Lernen“ vollzogen und so das eigene Lösungsportfolio weiter gestärkt.

### 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	93,8	12,0	7,9	2,67	2,18	41,6
2018 e	110,1	18,1	13,8	4,69	1,86	23,6
2019 e	122,8	20,7	16,2	5,63	1,67	19,7

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUITS (Prognose, Kennzahlen)

## Tabellenanhang

<b>GuV (in EURm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>44,634</b>	<b>62,602</b>	<b>77,333</b>	<b>93,825</b>	<b>110,050</b>	<b>122,800</b>
Bestandsveränderung f./unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktivierte Eigenleistungen	0,512	0,525	0,382	0,463	0,543	0,606
Sonstige betriebliche Erträge	2,188	1,726	1,769	2,146	2,517	2,809
<b>Gesamtleistung</b>	<b>47,333</b>	<b>64,853</b>	<b>79,483</b>	<b>96,434</b>	<b>113,110</b>	<b>126,215</b>
Materialaufwand	-5,151	-8,266	-7,681	-9,151	-9,932	-10,523
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>42,182</b>	<b>56,587</b>	<b>71,802</b>	<b>87,283</b>	<b>103,178</b>	<b>115,692</b>
Personalaufwand	-28,749	-39,668	-47,669	-55,211	-62,453	-69,908
Sonstige betr. Erträge / Aufwendungen	-13,397	-14,742	-16,330	-20,110	-22,655	-25,097
<b>EBITDA</b>	<b>0,037</b>	<b>2,177</b>	<b>7,803</b>	<b>11,961</b>	<b>18,070</b>	<b>20,687</b>
Abschreibungen/Amortisation	-3,052	-3,453	-3,861	-4,080	-4,314	-4,477
<b>EBIT</b>	<b>-3,015</b>	<b>-1,276</b>	<b>3,942</b>	<b>7,881</b>	<b>13,756</b>	<b>16,210</b>
Finanzergebnis	0,028	-0,107	-0,491	-0,670	-1,018	-0,898
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	7,211	12,738	15,312
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	1,117	-0,117	-0,626	-2,164	-3,822	-4,594
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,015	0,065	0,065
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-1,870</b>	<b>-1,500</b>	<b>2,826</b>	<b>5,063</b>	<b>8,981</b>	<b>10,783</b>
Bereinigungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Bereinigtes Nettoergebnis</b>	<b>-1,870</b>	<b>-1,500</b>	<b>2,826</b>	<b>5,063</b>	<b>8,981</b>	<b>10,783</b>
Gewichtete Anzahl Aktien	1,89	1,89	1,89	1,90	1,91	1,91
Gew. Anzahl Aktien (verw.)	1,94	1,97	2,00	2,09	2,09	2,09
EPS	-0,99	-0,79	1,50	2,67	4,69	5,63
EPS bereinigt	-0,99	-0,79	1,50	2,67	4,69	5,63
EPS verwässert/bereinigt	-0,96	-0,76	1,41	2,42	4,30	5,16
DPS	0,00	0,00	0,00	0,60	1,01	1,26

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

<b>Kapitalflussrechnung (in EURm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
CF aus operativer Geschäftstätigkeit	-0,394	2,196	3,699	4,840	9,017	11,908
CF aus Investitionstätigkeit	-1,569	-18,583	-5,099	-7,724	-5,307	-5,143
CF aus der Finanzierungstätigkeit	-1,606	12,574	-2,119	13,000	-3,139	-3,940
Veränderung der Zahlungsmittel	-3,569	-3,813	-3,519	10,115	0,571	2,825
Flüssige Mittel am Periodenende	10,173	7,377	6,017	16,133	16,704	19,528

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

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende des Dokuments -

<b>Bilanz (in EURm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Anlagevermögen	13,445	30,944	32,736	36,381	37,374	38,040
Imm. Vermögenswerte	8,474	25,190	23,828	25,635	24,342	22,849
Sachanlagen	4,970	5,753	8,902	10,739	13,025	15,184
Finanzanlagen	0,002	0,002	0,007	0,007	0,007	0,007
Umlaufvermögen	28,270	33,074	33,963	48,918	54,250	60,816
Vorräte	1,159	1,655	1,180	1,432	1,680	1,874
Forderungen aus LuL	12,375	19,100	21,512	26,100	30,613	34,160
Sonstige Forderungen	4,563	4,943	5,254	5,254	5,254	5,254
Kasse und Wertpapiere	10,173	7,377	6,017	16,133	16,704	19,528
Sonstiges Aktiva	2,957	3,742	4,915	4,915	4,915	4,915
<b>Summe Aktiva</b>	<b>44,673</b>	<b>67,760</b>	<b>71,615</b>	<b>90,214</b>	<b>96,539</b>	<b>103,771</b>
Eigenkapital	30,555	28,967	31,654	36,702	44,479	53,258
Rücklagen	30,555	28,967	31,654	36,117	43,894	52,673
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,585	0,585	0,585
Rückstellungen	3,321	4,081	3,222	3,307	3,396	3,489
Verbindlichkeiten	8,600	32,085	33,183	46,650	45,109	43,469
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,132	14,723	14,763	27,763	25,763	23,763
Verbindlichkeiten aus LuL	1,634	2,091	2,187	2,653	3,112	3,473
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
<b>Summe Passiva</b>	<b>44,673</b>	<b>67,760</b>	<b>71,615</b>	<b>90,214</b>	<b>96,539</b>	<b>103,771</b>

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

Kennzahlen	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz	1,61	1,19	1,28	2,18	1,86	1,67
EV/EBITDA	1969,16	34,17	12,67	17,10	11,32	9,89
EV/EBIT	-23,84	-58,32	25,08	25,96	14,87	12,62
KGV bereinigt	-42,38	-43,72	31,27	41,59	23,64	19,69
KGV verwässert und bereinigt	-42,38	-43,72	31,27	41,59	23,64	19,69
PCPS	41,00	24,45	15,24	22,82	15,87	13,83
Preis/Buchwert	2,59	2,26	2,79	5,83	4,84	4,03
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
EBITDA-Marge	0,1%	3,5%	10,1%	12,7%	16,4%	16,8%
EBIT-Marge	-6,8%	-2,0%	5,1%	8,4%	12,5%	13,2%
Vorsteuermarge	-6,7%	-2,2%	4,5%	7,7%	11,6%	12,5%
Nettomarge	-4,2%	-2,4%	3,7%	5,4%	8,2%	8,8%
Free-Cash-Flow-Marge	0,3%	n.m.	0,7%	1,6%	7,3%	8,3%
ROE	-5,9%	-5,0%	9,3%	14,8%	22,0%	21,9%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in T€)	78,0	84,7	84,9	95,4	103,5	110,0
Personalaufwand/Mitarbeiter (in T€)	50,3	53,7	52,3	56,1	58,7	62,6
Nettoerg./Mitarbeiter (in T€)	-3,3	-2,0	3,1	5,1	8,4	9,7
Anzahl Mitarbeiter	572	739	911	984	1063	1116
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	68,4%	42,7%	44,2%	40,7%	46,1%	51,3%
Gearing	46,2%	133,9%	126,2%	145,8%	117,0%	94,8%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,9%	1,1%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	1,02	1,42	3,07	4,86	6,99	8,02
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,08	-8,45	0,27	0,79	4,22	5,33
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	6,8%	5,5%	5,0%	4,3%	3,9%	3,6%
Capex/Umsatz	4,0%	29,8%	6,8%	4,8%	4,8%	4,2%
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: EQUITS GmbH

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

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

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

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
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
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	22.05.2017	Halten	€ 80,40
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	08.06.2017	Halten	€ 84,70
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	13.09.2017	Halten	€ 135,00
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	07.11.2017	Halten	€ 135,70

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 EQUITS 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%.

**HALTEN:** 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:**

**(21.11.2017)**

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

**(Schlusskurse vom 20.11.2017)**

**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.