

11. Dezember 2017
Research-Update

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software AG

Operativ und strategisch auf Kurs

Urteil: **Buy** (zuvor: Hold) | Kurs: **112,325 Euro** | Kursziel: **135,00 Euro**

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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: | 975 |
| Rechnungslegung: | IFRS |
| ISIN: | DE0007571424 |
| Kurs: | 112,325 Euro |
| Marktsegment: | General Standard |
| Aktienzahl: | 1,89 Mio. Stück |
| Market Cap: | 212,3 Mio. Euro |
| Enterprise Value: | 217,5 Mio. Euro |
| Free-Float: | 44,8 % |
| Kurs Hoch/Tief (12 M): | 132,50 / 56,57 Euro |
| Ø Umsatz (12 M): | 258,1 Tsd. Euro |

GK Software hat den Umsatz im dritten Quartal um 20,9 Prozent gesteigert und somit den steilen Aufwärtstrend fortgesetzt. Für den Neunmonatszeitraum beträgt das Erlöswachstum nun 24 Prozent, auf dessen Basis das Ergebnis deutlich überproportional verbessert werden konnte. Allerdings wurde diese Verbesserung im ersten Halbjahr erzielt, zwischen Juli und September blieb der Gewinn hinter dem Vorjahreswert zurück, was vor allem auf die noch bestehenden Profitabilitätsdefizite in Nordamerika sowie auf einzelne Sondereffekte bei einigen Aufwandsposten zurückzuführen ist. Für das vierte Quartal und für das kommende Jahr ist nach Unternehmensangaben aber wieder mit der Fortsetzung der Profitabilitätsverbesserung zu rechnen, weswegen GK Software die Ankündigung, 2018 im Kerngeschäft wieder eine EBIT-Marge von 15 Prozent erzielen zu wollen, bestätigt hat. Auch wir erwarten eine deutliche Margensteigerung (wenn auch etwas moderater) und sehen GK weiter auf einem sehr guten Weg. Mit der jüngsten Übernahme wurde zudem die technologische Führungsrolle, die Basis des bisherigen Erfolges, weiter ausgebaut, weswegen wir von einer Fortsetzung der Erfolgsgeschichte ausgehen.

| GJ-Ende: 31.12. | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e | 2019e |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz (Mio. Euro) | 44,6 | 62,6 | 77,3 | 93,3 | 113,1 | 130,1 |
| EBIT (Mio. Euro) | -3,0 | -1,3 | 3,9 | 7,3 | 12,0 | 15,5 |
| Jahresüberschuss | -1,9 | -1,5 | 2,8 | 4,4 | 7,7 | 10,2 |
| EpS | -1,04 | -0,79 | 1,50 | 2,33 | 4,09 | 5,37 |
| Dividende je Aktie | 0,25 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,25 | 0,50 |
| Umsatzwachstum | 5,1% | 40,3% | 23,5% | 20,6% | 21,3% | 15,0% |
| Gewinnwachstum | - | - | - | 56,2% | 75,1% | 31,4% |
| KUV | 4,76 | 3,39 | 2,75 | 2,28 | 1,88 | 1,63 |
| KGV | - | - | 75,1 | 48,1 | 27,5 | 20,9 |
| KCF | -511,6 | 96,7 | 57,4 | 28,7 | 18,1 | 15,1 |
| EV / EBIT | - | - | 55,2 | 29,9 | 18,1 | 14,1 |
| Dividendenrendite | 0,2% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,2% | 0,4% |

Wachstumsdynamik hält an

GK hat das hohe Wachstumstempo auch im dritten Quartal fortgesetzt und den Umsatz um knapp 21 Prozent auf 21,8 Mio. Euro gesteigert. Damit summieren sich die Erlöse der ersten neun Monate auf 65,9 Mio. Euro, fast ein Viertel mehr als vor einem Jahr. Diese hohe Dynamik ist eine Folge der zahlreichen Absatzerfolge im letzten Jahr und in den Vorquartalen, die sich nun in rasch wachsenden Dienstleistungs- und Wartungserlösen niederschlagen. Im dritten Quartal haben insbesondere die letzteren kräftig (+36 Prozent) zugelegt, in Summe der Monate Januar bis September liegt der Zuwachs bei 30 Prozent. Etwas schwächer, aber mit fast 23 Prozent ebenfalls äußerst dynamisch, ist der Dienstleistungsumsatz gewachsen.

Hohe Marktanteilsgewinne

Vor allem aber ist der positive Trend beim Neugeschäft weiter ungebrochen. Mit 1,8 Mio. Euro an Lizenzeinnahmen wurde zwischen Juli und September zwar der Rekordwert des zweiten Quartals erwartungsgemäß nicht erreicht, doch im Vorjahresvergleich entspricht das Niveau einer Verdopplung. In Summe der ersten neun Monate erhöhten sich die Lizenzeinnahmen damit leicht überproportional um 25,7 Prozent, ihr Anteil am Umsatz ist infolgedessen minimal von 11,1 auf 11,2 Prozent gestiegen. Konkret berichtet GK für das dritte Quartal von der Gewinnung dreier Neukunden, darunter eines führenden Lebensmittelhändlers aus Italien und eines international aktiven niederländischen Fashion-Händlers. Insgesamt konnte GK im laufenden Jahr schon neun Neukunden für die eigenen Lösungen überzeugen, zu denen auch Wal Mart International gehört, die für das Geschäft außerhalb der USA verantwortliche Tochter des amerikanischen Einzelhandelsgiganten. Wie schon im letzten Jahr, kommen die Neukunden derzeit fast ausschließlich über die Vertriebspartnerschaft mit SAP, die immer besser funktioniert und im letzten Quartal um ein weiteres Produkt erweitert werden konnte. Es handelt sich hierbei um eine auf SAP hybris basierende Smartphone App, mit der Händler die komplette mobile Kundenansprache (vom Infotainment, über das Administrieren von Treue- und Rabatt-Coupons, bis

zum Selfscanning und Mobile Payment) abdecken können. Eine ähnliche Lösung hat GK bereits seit längerem bei einem Kunden außerhalb der SAP-Welt im Einsatz, darüber hinaus konnte nach Unternehmensangaben inzwischen auch der erste gemeinsame Kunde für die Lösung gewonnen werden. Wie stark das Momentum für GK gerade im Konkurrenzvergleich aktuell ist, verdeutlicht eine jüngst veröffentlichte Marktstudie von RBR (Global POS Software 2017), derzufolge im letzten Jahr weltweit 8,5 Prozent der Neuinstallationen von Kassensoftware mit dem Produkt von GK erfolgt sind. Im europäischen Lebensmitteleinzelhandel betrug der Anteil sogar 43 Prozent und im deutschen fast schon monopolartige 85 Prozent (der Neuinstallationen).

| Geschäftszahlen | 9M 2016 | 9M 2017 | Änderung |
|-------------------|---------|---------|----------|
| Umsatz | 53,10 | 65,93 | +24,2% |
| Lizenzen | 5,89 | 7,40 | +25,7% |
| Dienstleistungen | 28,34 | 34,78 | +22,7% |
| Wartung | 16,21 | 21,11 | +30,2% |
| EBITDA | 4,04 | 6,73 | +66,4% |
| EBITDA-Marge | 7,6% | 10,2% | |
| EBIT | 1,04 | 4,11 | +293,7% |
| EBIT-Marge | 2,0% | 6,2% | |
| Vorsteuerergebnis | 0,77 | 3,75 | +390,3% |
| Vorsteuerermarge | 1,4% | 5,7% | |
| Nettoergebnis | 0,27 | 2,29 | +760,4% |
| Netto-Marge | 0,5% | 3,5% | |

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Ergebnis sprunghaft erhöht

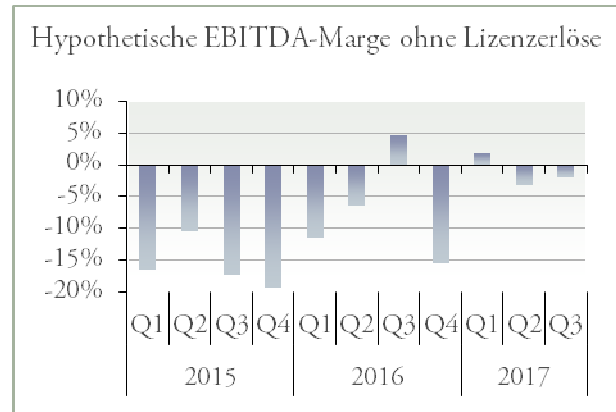
Da das hohe Umsatzwachstum von einem stark unterproportionalen Anstieg des Materialaufwands (+5,7 Prozent) und des Saldos aus sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträgen (+15,5 Prozent), einer leicht unterproportionalen Erhöhung des Personalaufwands (+23,4 Prozent) und einem Rückgang der Abschreibungen begleitet wurde, konnte es GK in eine kräftige Ergebnisverbesserung ummünzen. Das EBITDA erhöhte sich um 66 Prozent auf 6,7 Mio. Euro, das EBIT vervierfachte sich auf 4,1 Mio.

Euro und der Periodenüberschuss legte um 760 Prozent auf 2,3 Mio. Euro zu. Zum letzteren hat auch eine wieder normalisierte rechnerische Steuerquote von 39 Prozent (Vorjahr: 65 Prozent) beigetragen.

Kostenanstieg im dritten Quartal

Diese Entwicklung ist umso beeindruckender, als sie mit einem nahezu unveränderten Anteil der margenstarken Lizenz Erlöse erzielt und somit im Bestandsgeschäft erwirtschaftet wurde. Ein Teil der Erklärung liegt sicherlich in dem etwas höheren Gewicht der Wartungserlöse, doch die wichtigste Ursache sind die Produktivitätsfortschritte im Dienstleistungsgeschäft. In diesem Bereich war der Handlungsbedarf infolge des rasanten Wachstums der Organisation am größten, was GK schon 2015 zur Einleitung und Umsetzung entsprechender Gegenmaßnahmen veranlasst hatte. In Bezug auf das europäische Geschäft zeigt sich GK mit den erzielten Fortschritten inzwischen sehr zufrieden, räumt aber ein, in Übersee und insbesondere in Nordamerika noch nicht am Ziel zu sein. Dementsprechend wurde bereits im Halbjahresbericht mitgeteilt, dort organisatorische und personelle Gegenmaßnahmen ergriffen zu haben. Dass der Handlungsdruck noch beträchtlich ist, zeigt die separate Betrachtung des dritten Quartals, in dem die Ergebniskennzahlen im Vorjahresvergleich trotz der verdoppelten Lizenzeinnahmen deutlich gesunken sind. Die von uns als Maß der Profitabilität im Bestandsgeschäft beobachtete hypothetische EBITDA-Marge, bei deren Berechnung sowohl der Umsatz als auch das EBITDA um die Lizenz Erlöse bereinigt werden, hat sich im dritten Quartal infolgedessen zum ersten Mal seit dem dritten Quartal 2015 im Vorjahresvergleich verschlechtert, auf -2,1 Prozent. Zu erklären ist dies mit dem diesmal höheren Anteil der Projekte in Übersee sowie mit der nach Unternehmensangaben zufälligen Häufung von diskontinuierlich anfallenden Kosten im Personalbereich (vor allem Urlaubsrückstellungen und Boni) sowie bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (vor allem Kosten der Absicherungsgeschäfte, denen aber auch Erträge bei den sonstigen betrieblichen Erträgen gegenüberstehen). Da gerade solche Effekte, die sich im Jahresverlauf glätten, die Aussagekraft vierteljährlicher Betrachtung etwas einschränken, zeigt sich

GK mit Verweis auf die Neunmonatszahlen sehr zufrieden. Insbesondere wurde eine von uns vermutete Signifikanz etwaiger Vorlaufkosten der Effizienzsteigerungsmaßnahmen in Nordamerika unternehmensseitig verneint.



Quelle: Unternehmen

Cashflow deutlich positiv

Wie schon zum Halbjahr, lag der operative Cashflow nach neun Monaten mit 11,2 Mio. Euro deutlich im Plus und weit über dem Vorjahreswert von 2,6 Mio. Euro. Ein Teil dieses Anstiegs ist allerdings einem Sondereffekt im Umlaufvermögen geschuldet, der noch im Jahresverlauf ausgeglichen werden dürfte. Doch auch vor der Veränderung des Umlaufvermögens wurde der Mittelzufluss von 4,2 auf 7,2 Mio. Euro kräftig erhöht. Deutlich zugenommen haben aber auch die Auszahlungen für Investitionen (5,2 nach 3,0 Mio. Euro), in denen sich vor allem die Baumaßnahmen am Stammsitz Schöneck widerspiegeln. Da diese bewusst mit günstigen Krediten finanziert werden, ist auch der Saldo im Finanzierung-Cashflow mit 2,5 Mio. Euro positiv ausgefallen, so dass sich die Liquidität auf 11,4 Mio. Euro erhöht und die Nettoverschuldung auf nur noch 2,7 Mio. Euro reduziert hat (Ende 2016: 7,9 Mio. Euro).

Wandelanleihe platziert und Wachstumsinitiative angekündigt

Bereits nach dem Ende des dritten Quartals hat GK Software eine Wandelanleihe im Volumen von 15 Mio. Euro platziert. Sie hat eine Laufzeit bis Oktober 2020, wird mit 3,0 Prozent p.a. verzinst und

kann zum Preis von 155 Euro in knapp 100 Tsd. neue Aktien gewandelt werden. Als Mittelverwendung wurden Investitionen in weitere Produktentwicklungen für neue Marktsegmente und Kundengruppen (z.B. Tankstellen und Gastronomie) sowie in neue Technologien wie künstliche Intelligenz, maschinelles Lernen und Internet of Things (IoT) genannt.

Attraktive Übernahme

Einen ersten, und gleich spektakulären, Schritt dieser neuen Wachstumsoffensive hat GK sogar schon vor der Emission angekündigt und zum ersten November umgesetzt. Dabei wurde die prudsys AG aus Chemnitz übernommen. Das Unternehmen ist ein Spin-off der Technischen Universität Chemnitz und hat sich auf automatisierte Entscheidungssysteme auf Basis künstlicher Intelligenz spezialisiert. Im Markt sind die Chemnitzer derzeit vor allem mit einer selbstlernenden Echtzeitlösung für Recommendations, Marketing Automation und Dynamic Pricing präsent, die von Gartner als ein führendes Produkt im Sektor aufgeführt wird. Dementsprechend führt prudsys zahlreiche führende E-Commerce-Anbieter wie babywalz, bonprix oder Otto in seiner Kundenkartei, insgesamt wird das Produkt in über 200 Online-Shops eingesetzt. Auf dieser Basis erzielt die Gesellschaft mit ihren fast 50 Mitarbeitern einen Jahresumsatz von 3,6 Mio. Euro und ein EBIT zwischen 0,25 und 0,5 Mio. Euro. GK gewinnt dadurch eine weitere Kundengruppe und erschließt sich damit Crossselling-Potenzial in beiden Richtungen, betont aber, dass der entscheidende Grund für die Übernahme in der umfassenden prudsys-Expertise auf den Gebieten KI und Machine Learning liegt, mit der Themen wie die Individualisierung der Kundenansprache kanalübergreifend etabliert werden sollen. Aber auch die weitere KI-gestützte Optimierung von Prozessen wie Sortiments- oder Personalplanung spielte eine wichtige Rolle bei der Akquisition, deren Kosten GK auf bis zu 5 Mio. Euro beziffert.

Prognosen bestätigt

Wie schon nach den Halbjahreszahlen, hat GK seine Prognosen bestätigt. Demnach soll der Umsatz bis 2018 auf über 90 Mio. Euro erhöht werden, wobei

ein Erreichen dieser Marke schon im laufenden Jahr vor dem Hintergrund der Neunmonatszahlen und des nach Unternehmensangaben guten bisherigen Verlaufs des vierten Quartals laut GK „nicht abwegig erscheint“. Unverändert wurde auch die Aussage gelassen, ab 2018 wieder eine EBIT-Marge (im Kerngeschäft) oberhalb von 15 Prozent zu erreichen. Dabei betont das Management, dass diese Entwicklung nicht unbedingt stetig verlaufen müsse, was auch die Möglichkeit eines Margenrückgangs im laufenden Jahr impliziert.

Umsatzziel dürfte übertroffen werden

Wir haben bereits nach den Halbjahreszahlen die Erwartung formuliert, dass GK die Umsatzmarke von 90 Mio. Euro übertreffen dürfte und halten dies nun für noch wahrscheinlicher. Zusammen mit einem kleinen Beitrag von prudsys rechnen wir nun mit einem Umsatz von 93,3 Mio. Euro, was für das vierte Quartal die Erwartung eines Umsatzes von 27,4 Mio. Euro impliziert. Gegenüber dem Vorjahresquartal wäre das ein Wachstum von 13 Prozent, was wir angesichts des erhöhten Mitarbeiterstamms und der guten Vertriebspipeline für plausibel erachten. Die Wachstumsraten für die Folgejahre haben wir hingegen unverändert gelassen, in 2018 aber die erstmalige ganzjährige Konsolidierung von prudsys ins Modell aufgenommen, so dass wir nun für das nächste Jahr einen Umsatz von 113,1 Mio. Euro und für das Ende des detaillierten Prognosezeitraums (2024) von fast 203 Mio. Euro unterstellen.

Annahme: Effizienzverbesserung in Übersee

Da die Profitabilitätsentwicklung im Bestandsgeschäft im dritten Quartal etwas hinter unseren Erwartungen geblieben ist, haben wir aber die EBITDA-Schätzung für dieses Jahr leicht auf 11,0 Mio. Euro abgesenkt (bisher: 11,5 Mio. Euro). Das dritte Quartal ist zwar gerade im Dienstleistungsgeschäft aufgrund der Urlaubssaison immer etwas margenschwächer, doch der Margenrückgang im Vorjahresvergleich hat uns doch etwas überrascht. Zu einem großen Teil dürfte dies auf die genannten Einmaleffekte zurückzuführen und damit vorübergehend sein. Ab 2018 haben wir deswegen in Erwartung, dass die Maßnahmen zur Profitabilitätsverbesserung des

| Mio. Euro | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatzerlöse | 93,3 | 113,1 | 130,1 | 146,4 | 161,0 | 175,5 | 189,5 | 202,8 |
| Umsatzwachstum | | 21,3% | 15,0% | 12,5% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,0% |
| EBIT-Marge | 7,8% | 10,6% | 11,9% | 13,2% | 14,3% | 15,1% | 15,1% | 15,2% |
| EBIT | 7,3 | 12,0 | 15,5 | 19,3 | 23,0 | 26,4 | 28,7 | 30,8 |
| Steuersatz | 35,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% | 30,0% |
| Adaptierte Steuerzahlungen | 2,5 | 3,6 | 4,6 | 5,8 | 6,9 | 7,9 | 8,6 | 9,2 |
| NOPAT | 4,7 | 8,4 | 10,8 | 13,5 | 16,1 | 18,5 | 20,1 | 21,6 |
| + Abschreibungen & Amortisation | 3,7 | 5,0 | 5,1 | 4,7 | 4,5 | 4,7 | 4,9 | 5,1 |
| + 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 | 8,4 | 13,4 | 16,0 | 18,3 | 20,6 | 23,2 | 25,0 | 26,7 |
| - Zunahme Net Working Capital | -0,7 | -1,0 | -1,2 | 2,9 | -1,7 | -2,0 | -2,2 | -2,4 |
| - Investitionen AV | -9,2 | -6,8 | -6,2 | -6,5 | -6,8 | -7,0 | -7,2 | -7,4 |
| Free Cashflow | -1,5 | 5,7 | 8,6 | 14,7 | 12,1 | 14,3 | 15,6 | 16,9 |

SMC Schätzmodell

Nordamerikageschäfts greifen und einen deutlich höheren Ergebnisbeitrag aus Übersee ermöglichen, die Margenschätzungen sogar angehoben, liegen aber mit einer geschätzten EBIT-Marge von 10,6 Prozent (bisher: 9,6 Prozent) immer noch deutlich unter der von GK angestrebten Größenordnung von über 15 Prozent, die das Unternehmen explizit noch einmal bestätigt hat. Unsere EBIT-Schätzung für 2017 und 2018 liegt nun bei 7,3 Mio. Euro resp. 12,0 Mio. Euro, die Ziel-EBIT-Marge am Ende des Detailprognosezeitraums beträgt 15,2 Prozent. Eine Zusammenfassung des von uns für die nächsten acht Jahre unterstellten modellhaften Geschäftsverlaufs, wie er sich aus den veränderten Schätzungen ergibt, liefert die Tabelle auf dieser Seite, weitere Details finden sich im Anhang. Im Anschluss an den detaillierten Prognosezeitraum kalkulieren wir mit einer ewigen Cashflow-Wachstumsrate von 1 Prozent p.a. sowie mit einer EBIT-Marge von 10,6 Prozent, die somit gegenüber dem Wert von 2024 einen Sicherheitsabschlag von 30 Prozent beinhaltet. Unverändert gelassen haben wir die Rahmendaten des Modells, zu deren Herleitung und ausführlicher Beschreibung wir auf die Langstudie vom 16. Mai 2017 verweisen. Ebenfalls gleich gelassen haben wir unsere

Einstufung des Schätzrisikos, das wir in der Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) weiter mit vier Punkten als leicht erhöht bewerten.

Kursziel: 135,00 Euro je Aktie

Auf dieser Basis resultiert aus unserem DCF-Modell in dem von uns favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,1 Prozent) ein Unternehmenswert von 203,2 Mio. Euro bzw. von 107,5 Euro je Aktie. Da sich die Wandelanleihe noch nicht im Geld befindet, haben wir die Aktienzahl dabei noch unverändert gelassen. Angesichts der Übernahmeprämie, die wir seit dem SAP-Einstieg und vor allem seit der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, und angesichts der von uns weiter als hoch eingeschätzten langfristigen Wahrscheinlichkeit des Übernahmeszenarios, kalkulieren wir unser Kursziel (wie schon bisher) unter Hinzurechnung einer 25-prozentigen Prämie. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 135,00 Euro. Die Erhöhung gegenüber dem bisherigen Ansatz ist der Einbeziehung von prudsys sowie der Erhöhung der für die Jahre ab 2018 unterstellten Margen geschuldet. Sollte das

Unternehmen den angestrebten Margensprung auf 15 Prozent (im Kerngeschäft) tatsächlich schon nächstes Jahr erreichen, würde sich unsere Schätzungen als deutlich zu vorsichtig erweisen. Wir ziehen dennoch die vorsichtigere Vorgehensweise vor, weil wir die operative Effizienzverbesserung in einer rasch wachsenden Organisation für eine sehr anspruchsvolle Aufgabe halten, die mit der Gewinnung vieler Projekte auf anderen Kontinenten nicht leichter wird.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse wurden die Inputparameter WACC (zwischen 6,1 und 8,1 Prozent) und ewiges Cashflow-Wachstum (zwischen 0 und 2 Prozent) variiert. Als Resultat lag der faire Wert je Aktie in der Spanne von 108,99 bis 184,15 Euro (jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie).

| Sensitivitätsanalyse WACC | Ewiges Cashflow-Wachstum | | | | |
|------------------------------|--------------------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2,0% | 1,5% | 1,0% | 0,5% | 0,0% |
| 6,1% | 184,15 | 169,95 | 158,56 | 149,21 | 141,41 |
| 6,6% | 165,44 | 154,42 | 145,38 | 137,84 | 131,44 |
| 7,1% | 150,43 | 141,69 | 134,39 | 128,20 | 122,89 |
| 7,6% | 138,13 | 131,06 | 125,08 | 119,94 | 115,48 |
| 8,1% | 127,86 | 122,06 | 117,09 | 112,77 | 108,99 |

Fazit

GK Software hat auch im dritten Quartal den dynamischen Wachstumskurs fortgesetzt und den Umsatz erneut um mehr als 20 Prozent erhöht. In Summe der ersten neun Monate gelang damit ein Wachstum um fast ein Viertel, das sich in einer Vervielfachung des Ergebnisses niedergeschlagen hat.

Getragen wird das Wachstum von der Gewinnung zahlreicher Neukunden, mit der GK Software von der Kombination aus hochwertigen Produkten, einer starken Vertriebspartnerschaft mit SAP und der Schwäche wichtiger Konkurrenten in Europa profitiert. Hierdurch stammen in Europa inzwischen rund die Hälfte der neuinstallierten Kassensysteme von GK Software, in Deutschland liegt der Anteil sogar bei 90 Prozent (bezogen jeweils auf den Lebensmitteleinzelhandel).

Um die technologische Führungsposition weiter auszubauen und das künftige Wachstum abzusichern, hat GK Software einen führenden Spezialisten für künstliche Intelligenz übernommen, mit dessen Expertise das Produktspektrum um Aspekte wie individualisierte Angebote, Dynamic Pricing oder auch optimierte Warenbestands- und Personalplanung erweitert werden soll. GK bleibt damit seinem Anspruch treu, technologische Trends möglichst früh aufzu-

greifen und sich damit nicht nur als Softwarelieferant, sondern als Innovationspartner des Handels zu positionieren.

Wir sehen das hochdynamische Wachstumsszenario von GK Software weiter absolut intakt. Dies gilt sowohl kurzfristig im Hinblick auf die sehr große Vertriebspipeline, als auch für die mittel- und langfristige Perspektive, die das Unternehmen mit großem Weitblick immer weiter verbessert.

Ein Fragezeichen sehen wir lediglich bezüglich der Profitabilität. Das rasante Wachstum der Organisation hat sich teilweise in Ineffizienzen niedergeschlagen, die in Deutschland und in Europa bereits erfolgreich bekämpft wurden, die aber in Übersee noch die Ergebnisse belasten. Wir gehen zwar davon aus, dass die Profitabilitätsverbesserung auch in Nordamerika und in Afrika gelingen wird, unterstellen dafür aber einen längeren Zeitraum als das Unternehmen selbst.

Dennoch signalisiert unser Bewertungsmodell einen fairen Wert, der signifikant über dem aktuellen Börsenkurs liegt, weswegen wir unser Rating wieder auf „Buy“ ändern. Unser Kursziel lautet 135,00 Euro.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

| Mio. Euro | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| AKTIVA | | | | | | | | | |
| I. AV Summe | 37,4 | 42,8 | 44,6 | 45,6 | 47,4 | 49,6 | 51,9 | 54,2 | 56,4 |
| 1. Immat. VG | 23,8 | 24,4 | 25,2 | 26,3 | 27,8 | 29,8 | 31,7 | 33,6 | 35,5 |
| 2. Sachanlagen | 8,9 | 13,8 | 14,7 | 14,7 | 14,9 | 15,2 | 15,6 | 15,9 | 16,3 |
| II. UV Summe | 34,2 | 49,3 | 53,9 | 60,9 | 69,7 | 75,8 | 81,6 | 86,6 | 91,8 |
| PASSIVA | | | | | | | | | |
| I. Eigenkapital | 31,7 | 36,1 | 43,3 | 52,2 | 63,4 | 71,4 | 79,4 | 86,5 | 94,1 |
| II. Rückstellungen | 3,2 | 3,5 | 3,7 | 4,0 | 4,2 | 4,5 | 4,8 | 5,0 | 5,3 |
| III. Fremdkapital | | | | | | | | | |
| 1. Langfristiges FK | 13,1 | 26,6 | 26,6 | 24,8 | 23,1 | 22,1 | 21,4 | 20,6 | 18,9 |
| 2. Kurzfristiges FK | 23,7 | 26,0 | 24,9 | 25,6 | 26,4 | 27,4 | 28,0 | 28,6 | 29,9 |
| BILANZSUMME | 71,6 | 92,2 | 98,5 | 106,6 | 117,0 | 125,4 | 133,5 | 140,7 | 148,2 |

GUV-Prognose

| Mio. Euro | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse | 77,3 | 93,3 | 113,1 | 130,1 | 146,4 | 161,0 | 175,5 | 189,5 | 202,8 |
| Gesamtleistung | 77,7 | 93,5 | 115,2 | 132,2 | 148,6 | 163,3 | 177,9 | 192,0 | 205,3 |
| Rohertrag | 70,0 | 84,4 | 104,6 | 120,4 | 135,2 | 148,6 | 161,9 | 174,7 | 186,8 |
| EBITDA | 7,8 | 11,0 | 17,1 | 20,6 | 24,1 | 27,5 | 31,1 | 33,6 | 35,9 |
| EBIT | 3,9 | 7,3 | 12,0 | 15,5 | 19,3 | 23,0 | 26,4 | 28,7 | 30,8 |
| EBT | 3,5 | 6,8 | 11,0 | 14,5 | 18,5 | 22,6 | 26,1 | 28,5 | 30,7 |
| JÜ (vor Ant. Dritter) | 2,8 | 4,4 | 7,7 | 10,2 | 12,9 | 15,8 | 18,2 | 19,9 | 21,5 |
| JÜ | 2,8 | 4,4 | 7,7 | 10,2 | 12,9 | 15,8 | 18,2 | 19,9 | 21,5 |
| EPS | 1,50 | 2,33 | 4,09 | 5,37 | 6,85 | 8,37 | 9,65 | 10,54 | 11,38 |

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

| Mio. Euro | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| CF operativ | 3,7 | 7,4 | 11,7 | 14,1 | 20,6 | 18,6 | 21,0 | 22,7 | 24,2 |
| CF aus Investition | -5,1 | -9,2 | -6,8 | -6,2 | -6,5 | -6,8 | -7,0 | -7,2 | -7,4 |
| CF Finanzierung | -2,1 | 15,0 | -2,7 | -3,4 | -3,9 | -8,9 | -11,7 | -14,3 | -15,6 |
| Liquidität Jahresanfa. | 6,4 | 2,8 | 16,0 | 18,3 | 22,8 | 33,0 | 35,9 | 38,2 | 39,3 |
| Liquidität Jahresende | 2,8 | 16,0 | 18,3 | 22,8 | 33,0 | 35,9 | 38,2 | 39,3 | 40,5 |

Kennzahlen

| Prozent | 12 2016 | 12 2017 | 12 2018 | 12 2019 | 12 2020 | 12 2021 | 12 2022 | 12 2023 | 12 2024 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Umsatzwachstum | 23,5% | 20,6% | 21,3% | 15,0% | 12,5% | 10,0% | 9,0% | 8,0% | 7,0% |
| Rohermargemarge | 90,6% | 90,5% | 92,5% | 92,5% | 92,4% | 92,3% | 92,2% | 92,2% | 92,1% |
| EBITDA-Marge | 10,1% | 11,8% | 15,1% | 15,8% | 16,4% | 17,1% | 17,7% | 17,7% | 17,7% |
| EBIT-Marge | 5,1% | 7,8% | 10,6% | 11,9% | 13,2% | 14,3% | 15,1% | 15,1% | 15,2% |
| EBT-Marge | 4,5% | 7,3% | 9,8% | 11,1% | 12,6% | 14,0% | 14,8% | 15,0% | 15,2% |
| Netto-Marge (n.A.D.) | 3,7% | 4,7% | 6,8% | 7,8% | 8,8% | 9,8% | 10,4% | 10,5% | 10,6% |

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

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.tai-pan.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

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.

I) 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 / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 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 hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

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

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: Dr. Adam Jakubowski

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. |
| 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 den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um den 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 Bewer-

tungsverfahren 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.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

| Datum | Anlageempfehlung | Kursziel | Interessenkonflikte |
|------------|------------------|-------------|---------------------|
| 05.09.2017 | Hold | 127,50 Euro | 1), 3) |
| 08.06.2017 | Hold | 98,00 Euro | 1), 3) |
| 16.05.2017 | Buy | 97,00 Euro | 1), 3), 4) |
| 05.12.2016 | Buy | 71,70 Euro | 1), 3) |
| 15.09.2016 | Speculative Buy | 54,90 Euro | 1), 3) |
| 03.06.2016 | Speculative Buy | 54,20 Euro | 1), 3) |
| 17.05.2016 | Speculative Buy | 54,20 Euro | 1), 3) |

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Zwei Updates, eine Studie

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.