

23. April 2018
Research-Comment

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Q4-Zahlen nur vordergründig
enttäuschend

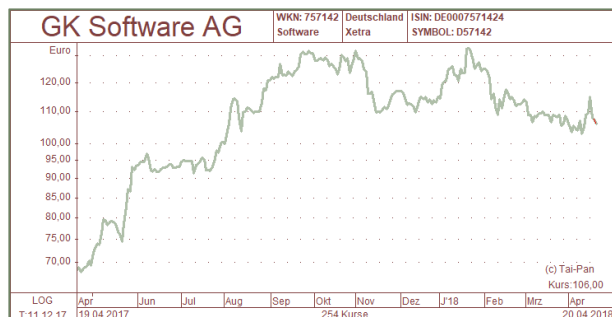
Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 106,00 Euro | Kursziel: 143,50 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

Zwei große Abschlüsse im ersten Quartal



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	975
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	106,00 Euro
Marktsegment:	General Standard
Aktienanzahl:	1,89 Mio. Stück
Market-Cap:	200,3 Mio. Euro
Enterprise Value:	205,5 Mio. Euro
Free Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	135,50 / 67,51 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	230,2 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	90,5	113,1	130,1
EBIT (Mio. Euro)	4,9	12,0	15,5
Jahresüberschuss	2,0	7,7	10,2
EpS	1,05	4,09	5,37
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00
Umsatzwachstum	17,0%	25,1%	15,0%
Gewinnwachstum	-29,7%	289,0%	31,4%
KUV	2,21	1,77	1,54
KGV	100,9	25,9	19,7
KCF	27,1	17,1	14,3
EV / EBIT	42,3	17,1	13,3
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%

Aktuelle Entwicklung

Vorläufigen Zahlen zufolge hat GK Software im letzten Jahr den Umsatz um 17 Prozent auf 90,5 Mio. Euro gesteigert und das EBIT um fast ein Viertel auf 4,9 Mio. Euro verbessert. Die daraus resultierende EBIT-Marge beträgt somit 5,4 Prozent, nach 5,1 resp. -2,0 Prozent in den beiden Vorjahren. Das Unternehmen zeigt sich mit dem Ergebnis zufrieden und verweist darauf, dass damit beim Umsatz bereits die eigentlich erst für das laufende Jahr geltende Mittelfristprognose erreicht wurde. Zudem sei beim Ergebnis trotz einiger Sondereffekte wie der Umwandlung in eine SE, der Emission einer Wandelanleihe oder der eingeleiteten Geschäftsmodellerweiterung in Richtung SaaS erneut eine überdurchschnittliche Verbesserung erzielt worden. Wir teilen diese Ansicht, obwohl wir nach den starken Neunmonatszahlen für das Gesamtjahr beim Umsatz und EBIT mehr erwartet hatten (93,3 und 7,3 Mio. Euro). Dass unsere Erwartungen nicht erreicht wurden, liegt aber nicht an einer nachlassenden Dynamik, sondern lediglich daran, dass größere Lizenzabschlüsse, die gewöhnlich zum Jahresende anfallen, dieses Mal erst nach der Jahreswende erzielt werden konnten.

Fazit

Zum einen konnte ein bedeutender US-amerikanischer Einzelhändler gewonnen werden, für den mehr als 6.000 Systeme installiert werden – das bisher mit Abstand größte GK-Projekt in den USA. Und zum anderen hat sich erneut ein sehr großer Bestandskunde dafür entschieden, vorzeitig auf die neue Omni-POS-Lösung zu wechseln, ohne zuvor das Projekt ausgeschrieben zu haben. GK Software sieht dies als ein Beleg des starken Kundenvertrauens und als ein wichtiges Signal an weitere Kunden. Vor diesem Hintergrund sehen wir unser Schätzszenario trotz der in 2017 verfehlten Schätzungen absolut intakt und haben unsere Projektion unverändert gelassen. Durch den Roll-over-Effekt erhöht sich unser Kursziel auf 143,50 Euro, unser Votum bleibt „Buy“.

Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	113,1	130,1	146,4	161,0	175,5	189,5	202,8	217,0
Umsatzwachstum		15,0%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	10,6%	11,9%	13,2%	14,3%	15,1%	15,1%	15,2%	15,3%
EBIT	12,0	15,5	19,3	23,0	26,4	28,7	30,8	33,1
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,6	4,6	5,8	6,9	7,9	8,6	9,2	9,9
NOPAT	8,4	10,8	13,5	16,1	18,5	20,1	21,6	23,2
+ Abschreibungen & Amortisation	5,0	5,1	4,7	4,5	4,7	4,9	5,1	5,3
+ 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	13,4	16,0	18,3	20,6	23,2	25,0	26,7	28,5
- Zunahme Net Working Capital	-1,0	-1,2	2,9	-1,7	-2,0	-2,2	-2,4	-2,7
- Investitionen AV	-6,8	-6,2	-6,5	-6,8	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6
Free Cashflow	5,7	8,6	14,7	12,1	14,3	15,6	16,9	18,2

SMC Schätzmodell

Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
AKTIVA									
I. AV Summe	42,8	44,6	45,6	47,4	49,6	51,9	54,2	56,4	58,7
1. Immat. VG	24,4	25,2	26,3	27,8	29,8	31,7	33,6	35,5	37,4
2. Sachanlagen	13,8	14,7	14,7	14,9	15,2	15,6	15,9	16,3	16,6
II. UV Summe	49,3	53,9	60,9	69,7	75,8	81,6	86,6	91,8	97,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	36,1	43,3	52,2	63,4	71,4	79,4	86,5	94,1	102,3
II. Rückstellungen	3,5	3,7	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3	5,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	26,6	26,6	24,8	23,1	22,1	21,4	20,6	18,9	17,1
2. Kurzfristiges FK	26,0	24,9	25,6	26,4	27,4	28,0	28,6	29,9	31,3
BILANZSUMME	92,2	98,5	106,6	117,0	125,4	133,5	140,7	148,2	156,2

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	90,5	113,1	130,1	146,4	161,0	175,5	189,5	202,8	217,0
Gesamtleistung	90,7	115,2	132,2	148,6	163,3	177,9	192,0	205,3	219,6
Rohrertrag	81,6	104,6	120,4	135,2	148,6	161,9	174,7	186,8	199,8
EBITDA	8,6	17,1	20,6	24,1	27,5	31,1	33,6	35,9	38,4
EBIT	4,9	12,0	15,5	19,3	23,0	26,4	28,7	30,8	33,1
EBT	4,4	11,0	14,5	18,5	22,6	26,1	28,5	30,7	33,2
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,0	7,7	10,2	12,9	15,8	18,2	19,9	21,5	23,2
JÜ	2,0	7,7	10,2	12,9	15,8	18,2	19,9	21,5	23,2
EPS	1,05	4,09	5,37	6,85	8,37	9,65	10,54	11,38	12,29

Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	7,4	11,7	14,1	20,6	18,6	21,0	22,7	24,2	25,9
CF aus Investition	-9,2	-6,8	-6,2	-6,5	-6,8	-7,0	-7,2	-7,4	-7,6
CF Finanzierung	15,0	-2,7	-3,4	-3,9	-8,9	-11,7	-14,3	-15,6	-16,9
Liquidität Jahresanfa.	2,8	16,0	18,3	22,8	33,0	35,9	38,2	39,3	40,5
Liquidität Jahresende	16,0	18,3	22,8	33,0	35,9	38,2	39,3	40,5	41,9

Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	17,0%	25,1%	15,0%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
Rohertragsmarge	90,2%	92,5%	92,5%	92,4%	92,3%	92,2%	92,2%	92,1%	92,1%
EBITDA-Marge	9,5%	15,1%	15,8%	16,4%	17,1%	17,7%	17,7%	17,7%	17,7%
EBIT-Marge	5,4%	10,6%	11,9%	13,2%	14,3%	15,1%	15,1%	15,2%	15,3%
EBT-Marge	4,8%	9,8%	11,1%	12,6%	14,0%	14,8%	15,0%	15,2%	15,3%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,2%	6,8%	7,8%	8,8%	9,8%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%

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)

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 23.04.2018 um 12:25 Uhr fertiggestellt und am 23.04.2018 um 13:00 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.
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
11.12.2017	Buy	135,00 Euro	1), 3)
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: Eine Studie und vier Updates

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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