

22. April 2015

**Research-Comment**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## GK Software AG

Asset-Deal und neue Lizenzverkäufe  
in den USA

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **38,50 Euro** | Kursziel: **49,50 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

## US-Geschäft macht Fortschritte



### Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	614
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Kurs:</b>	38,50 Euro
<b>Marktsegment:</b>	General Standard
<b>Aktienzahl:</b>	1,89 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	72,8 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	69,2 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	44,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	47,00 / 32,20 Euro
<b>Ø Umsatz (12 M):</b>	46,6 Tsd. Euro

GJ-Ende: 31.12.	2014e	2015e	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	45,6	58,0	65,6
EBIT (Mio. Euro)	-0,6	9,5	9,8
Jahresüberschuss	-0,3	6,6	6,8
EpS	-0,17	3,48	3,59
Dividende je Aktie	0,00	1,00	1,70
Umsatzwachstum	7,5%	27,1%	13,0%
Gewinnwachstum	-	-	3,2%
KUV	1,59	1,25	1,11
KGV	-	11,1	10,7
KCF	462,54	9,00	8,32
EV / EBIT	-	7,3	7,0
Dividendenrendite	0,0%	2,6%	4,4%

### Aktuelle Entwicklung

GK Software hat zuletzt positive Schlagzeilen hinsichtlich seines US-Geschäfts geliefert. Dazu gehörte der Verkauf von Softwarelizenzen an zwei Kunden aus den Bereichen Fashion/Sports und Facheinzelhandel, die zusammen über rund 3.200 Filialen verfügen. Weit wichtiger war aber die Übernahme des Geschäftsbereichs „Retail“ von der amerikanischen DBS Data Business Systems Inc. (DBS). In dem Geschäftsbereich, in dem im letzten Jahr nach Angaben von GK Software etwa 6 Mio. US-Dollar bei „hoher Profitabilität“ Erlöst wurden, ist DBS seit Jahrzehnten als IT-Berater tätig und hat umfangreiche Erfahrung mit der Implementierung der SAP Lösung Triversity. Neben der großen Kundenbasis gewinnt GK Software mit dem Zukauf ein großes und in den USA bewährtes Team, mit dem die Projektfähigkeit im amerikanischen Markt auf einen Schlag deutlich verbessert wird. Und schließlich erwerben die Sachsen damit auch eine Softwarelösung, die eine einfache Anbindung an die rund 50 (!) wichtigsten Zahlungs- und Kundenbindungssysteme der USA und damit eine wesentliche Beschleunigung der Implementierungsprojekte ermöglicht.

### Fazit

Während die Lizenzverkäufe unserer Erwartung steigender Lizenzeinnahmen entsprechen, stellt die Übernahme einen neuen Aspekt dar, den wir in unser Modell nun integriert haben. Da sich das Unternehmen bezüglich des bezahlten Preises aber bedeckt hält, gleichzeitig aber die hohe Profitabilität und die strategische Bedeutung der neuen Einheit betont, haben wir aus Vorsichtsüberlegungen einen vergleichsweise hohen Preis angenommen. Deswegen halten sich die Auswirkungen auf den von uns ermittelten fairen Wert in engen Grenzen. Unser neues Kursziel lautet nun 49,50 Euro (inklusive der 25-prozentigen Übernahmepremie), unser Rating bleibt dementsprechend auf „Buy“.

## Anhang I: DCF-Modell

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	45,6	58,0	65,6	72,1	79,0	86,1	93,4	100,8
Umsatzwachstum		27,1%	13,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
EBIT-Marge	-1,2%	16,4%	15,0%	16,3%	16,2%	16,1%	15,8%	15,6%
<b>EBIT</b>	<b>-0,6</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>11,8</b>	<b>12,8</b>	<b>13,8</b>	<b>14,8</b>	<b>15,7</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-0,2	2,9	2,9	3,5	3,8	4,1	4,4	4,7
<b>NOPAT</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,7</b>	<b>6,9</b>	<b>8,2</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>10,4</b>	<b>11,0</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	2,1	2,0	2,6	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>1,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,4</b>	<b>10,4</b>	<b>11,1</b>	<b>11,8</b>	<b>12,5</b>	<b>13,2</b>
- Zunahme Net Working Capital	-1,6	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-1,5	-10,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4
<b>Free Cashflow</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,9</b>	<b>6,9</b>	<b>7,7</b>	<b>8,2</b>	<b>8,7</b>	<b>9,3</b>	<b>9,8</b>

*SMC Schätzmodell*

## Anhang II: Bilanz- und GUV-Prognose

### Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
<b>AKTIVA</b>								
I. AV Summe	14,7	22,7	22,1	22,0	22,0	22,1	22,2	22,4
1. Immat. VG	9,2	16,9	15,9	15,5	15,1	14,9	14,7	14,6
2. Sachanlagen	5,0	5,3	5,6	6,0	6,4	6,7	7,0	7,3
II. UV Summe	33,9	37,7	42,0	46,6	51,4	56,4	62,2	67,7
<b>PASSIVA</b>								
I. Eigenkapital	33,1	39,7	44,6	49,7	54,7	59,7	64,5	69,1
II. Rückstellungen	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2
III. Fremdkapital								
1. Langfristiges FK	3,3	5,3	3,5	3,5	3,0	2,6	2,6	2,6
2. Kurzfristiges FK	9,4	12,4	12,9	12,1	12,1	12,4	13,3	14,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>48,6</b>	<b>60,5</b>	<b>64,1</b>	<b>68,6</b>	<b>73,4</b>	<b>78,5</b>	<b>84,4</b>	<b>90,2</b>

### GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	45,6	58,0	65,6	72,1	79,0	86,1	93,4	100,8
Gesamtleistung	46,0	62,5	66,1	72,7	79,5	86,7	94,0	101,5
Rohertrag	41,1	58,3	61,4	67,6	74,0	80,7	87,6	94,7
EBITDA	1,5	11,5	12,4	13,9	14,9	15,9	16,9	17,9
EBIT	-0,6	9,5	9,8	11,8	12,8	13,8	14,8	15,7
EBT	-0,5	9,4	9,7	11,9	13,2	14,4	15,5	16,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	-0,3	6,6	6,8	8,3	9,2	10,1	10,8	11,6
JÜ	-0,3	6,6	6,8	8,3	9,2	10,1	10,8	11,6
EPS	-0,17	3,48	3,59	4,39	4,89	5,32	5,74	6,12

## Anhang III: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Cashflow	1,7	8,6	9,4	10,4	11,4	12,2	13,0	13,7
CF operativ	0,2	8,1	8,7	9,8	10,6	11,3	12,1	12,7
CF aus Investition	-1,5	-10,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4
CF Finanzierung	0,4	4,5	-3,9	-4,8	-5,4	-6,0	-6,0	-7,1
Liquidität Jahresanfa.	13,7	12,8	15,3	18,2	21,2	24,2	27,3	31,1
Liquidität Jahresende	12,8	15,3	18,2	21,2	24,2	27,3	31,1	34,4

### Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzwachstum	7,5%	27,1%	13,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
Rohertragsmarge	90,1%	100,6%	93,7%	93,7%	93,7%	93,8%	93,8%	93,9%
EBITDA-Marge	3,3%	19,9%	18,9%	19,3%	18,9%	18,5%	18,1%	17,7%
EBIT-Marge	-1,2%	16,4%	15,0%	16,3%	16,2%	16,1%	15,8%	15,6%
EBT-Marge	-1,0%	16,2%	14,8%	16,5%	16,7%	16,7%	16,6%	16,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-0,7%	11,3%	10,4%	11,5%	11,7%	11,7%	11,6%	11,5%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH  
Alter Steinweg 46  
48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.tai-pan.de](http://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 vorletzten 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
23.01.2015	Buy	45,00 Euro	1), 3)
10.10.2014	Buy	51,30 Euro	1), 3), 4)
18.06.2014	Buy	55,60 Euro	1), 3),
18.02.2014	Buy	56,00 Euro	1), 3),
12.12.2013	Hold	38,60 Euro	1), 3),
05.09.2013	Buy	37,30 Euro	1), 3),
04.06.2013	Buy	38,30 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Eine Studie und drei 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.