

Datum 09.09.2014

Empfehlung:

Kaufen (alt: Kaufen)
PT: € 45,00 (alt: € 46,00)

GK Software

Branche: Software
Segment: Prime Standard
ISIN: DE0007571424
Reuters: GKSG

Kurs (08.09.2015): € 31,00
Marktkapitalisierung € 59 Mio.
EV € 70 Mio.
Ø-Volumen in T€ (100 Tage) 46,2
52W Hoch 42,28
52W Tief 30,20

Finanzkalender

EKF 2015 24.11.2015
Q3-Bericht 26.11.2015

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

H1 2015: Umsatz + 33%, zeitweise Margenbelastung durch Internationalisierung

GK Software befindet sich weiterhin auf Wachstumskurs. Mit u.a. sieben in H1 akquirierten internationalen Neukundenprojekten und solidem Bestandskundengeschäft gelang es die H1-Umsätze gegenüber dem Vorjahr um etwa ein Drittel auf rd. € 26,9 Mio. auszubauen (der DBS Asset Deal spielte hierbei nur eine untergeordnete Rolle). Das EBIT indes sank auf € -2,3 Mio. (H1 2014: € -1,3 Mio.). Hintergrund sind u.a. die Kosten der Internationalisierung, der GK einen höheren strategischen Stellenwert einräumt als kurzfristigen Margenerwägungen. Mittelfristig soll aber eine Rückkehr zu historischen Margenniveaus (>15%) stattfinden, bei einer dann ggü. 2014 50% höheren Umsatzbasis im Bereich GK/Retail. Wir denken, dass die vorgenommene Weichenstellung im besten langfristigen Interesse der Aktionäre ist, reduzieren aber unsere Margenerwartung für 2015. Mit einem EV/Umsatz von rd. 1,3 ist GK im Peer-Vergleich eher günstig.

- ✓ Das starke Umsatzwachstum im ersten Halbjahr 2015 wurde von beiden Quartalen (Q1: +39%; Q2: +28%) getragen. Es wurden insgesamt sieben **internationale Neukundenprojekte** (Nordamerika, VAE, Russland, Polen und Großbritannien) verzeichnet, von denen drei eine mittlere Projektgröße aufweisen. Durch die stärkere Internationalisierung versucht GK den sich abzeichnenden Omni-Channel-Umbruch im Handel aktiv nutzen und so langfristig Marktanteile zu sichern – auch um den Preis temporär negativer EBIT-Margen. Als wichtigste Stütze der Internationalisierung erweist sich die Partnerschaft zu SAP, die mittlerweile 29 Neukundenprojekte brachte – obwohl sich der Handel seit 2012 angesichts der strategischen Dimension und fehlenden Leuchtturmprojekten mit definitiven IT-seitigen Weichenstellungen bezüglich „Omni-Channel“ noch schwer tut.
- ✓ GK verfügt über eine **gut gefüllte Projektpipeline**, sowohl aus dem Direkt- wie auch den Partnervertrieb. Mit potenziellen Kunden aus In- und Ausland werden derzeit intensive Gespräche geführt. Wann Entscheidungen in konkreten Ausschreibungen fallen ist schwer vorherzusagen, wir gehen davon aus, dass die gut gefüllte Pipeline sich spürbar auf die 2015er und 2016er Umsätze auswirken wird.

Ausblick: GK Software hält an dem bisherigen Ausblick fest. Für das GK/Retail-Geschäft wird eine erhebliche Ausdehnung in 2015 erwartet. Auf Sicht von 3-4 Jahren soll der GK/Retail-Umsatz 50% über den in 2014 ausgewiesenen (€ 31,6 Mio.) liegen. Die Dienstleistungsumsätze (2014: € 11,9 Mio.) sollen dieses Jahr organisch leicht zulegen, während die SQRS-Umsätze, die 2014 knapp über € 1 Mio. betragen, weiter sinken werden. Durch die Priorität der Erschließung neuer Zielmärkte hält die Gesellschaft ein negatives Ergebnis im laufenden Geschäftsjahr für vorstellbar.

Kennzahlenübersicht - GK Software AG

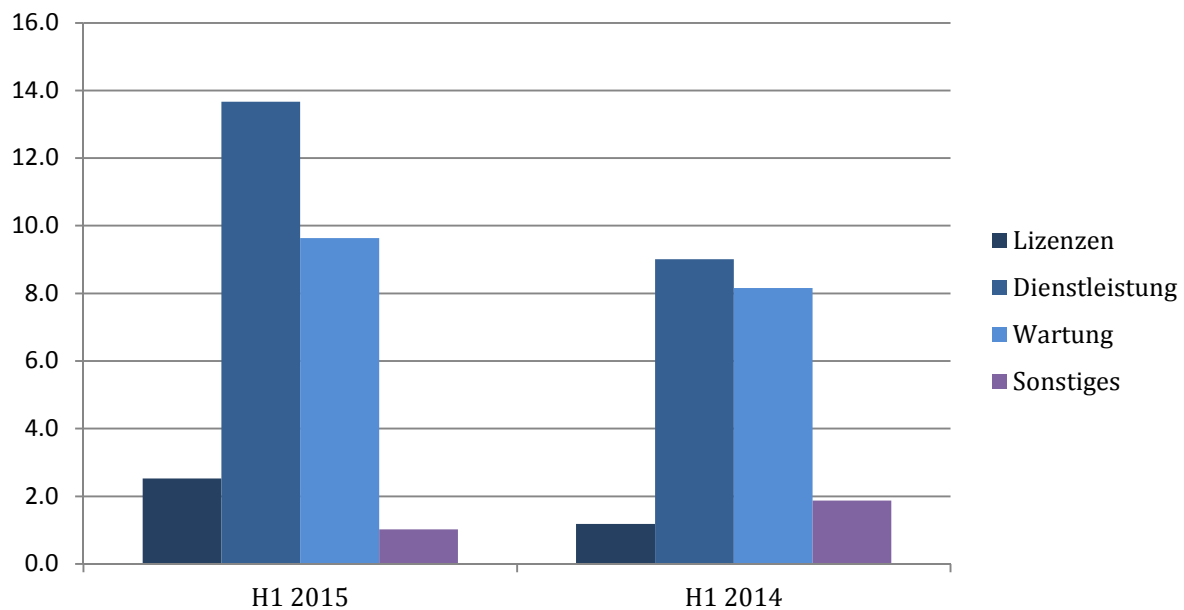
	Umsatz	EBITDA	EBIT	EPS (adj.)	EV/Umsatz	KGV
2013 a	42,5	3,3	1,0	0,34	1,08	93,5
2014 a	44,6	0,0	-3,0	-0,99	1,61	-42,4
2015 e	54,4	3,5	-0,2	-0,25	1,28	-125,2
2016 e	60,9	7,6	3,4	0,93	1,14	33,4
2017 e	64,9	11,0	6,6	2,16	1,07	14,4

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

Starkes Wachstum bei Lizenz- und Dienstleistungsumsätzen

Im Vergleich mit dem Vorjahreszeitraum zeigte das Lizenzgeschäft in H1 einen Zuwachs auf € 2,5 Mio. (+113%), der u.a. auf sieben internationalen Neukundenprojekten basiert. Im Dienstleistungsgeschäft stiegen die Umsätze um 52% auf über € 13,6 Mio. Das Wartungsgeschäft, das vor allem von der installierten Basis abhängt, konnte seine Umsätze um 18% steigern. Allein im Berichtszeitraum (H1 2015) stieg die installierte Basis um rund 10% auf nun über 205.000 produktive Systeme (Kassen, mobile Geräte, Server).

Grafik 01: Umsatzmix H1 2015 vs. H1 2014



Quelle: Unternehmensangaben, EQUI.TS GmbH

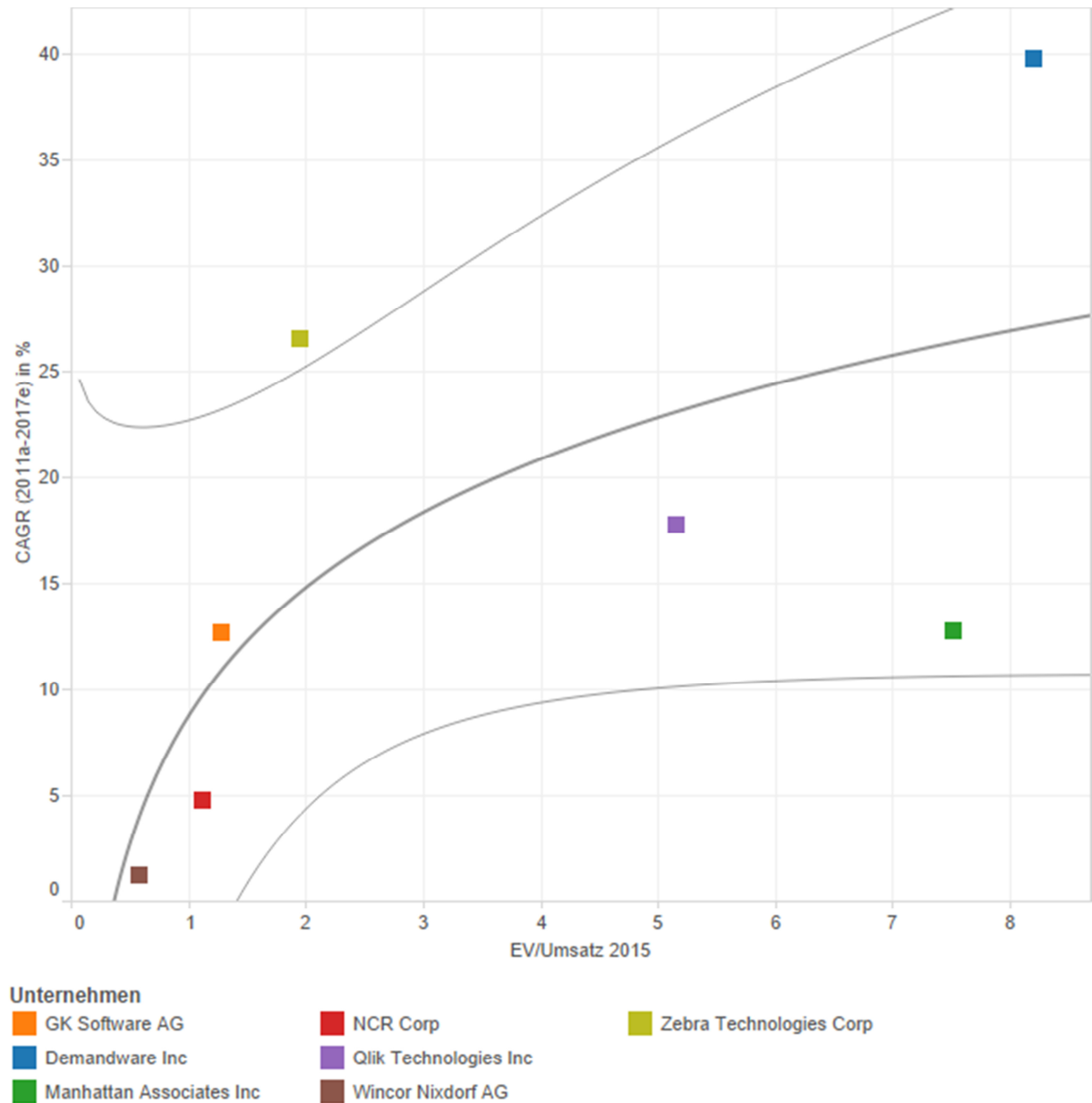
Rückkehr zu historischen Margenniveaus

Der Druck auf die Margen ergibt sich u.a. durch die Kosten der – strategisch richtigen – Internationalisierung der Umsätze. Darüber hinaus haben gegenwärtig auch Projektverschiebungen/Projekterteilungen großen Einfluss auf kurzfristig realisierbare Margen. Mittelfristig sollen Umsatzschwankungen durch sich verschiebende Projekte durch den Ausbau des Geschäftes mit Bestandskunden aufgefangen werden. Dies ist die Basis für eine Rückkehr zu EBIT-Margen um 15% auf Konzernebene.

Kursrücksetzer an den Börsen mit Auswirkungen auf Peer-Gruppen-Bewertungen

Einige der Peer-Unternehmen hatten im Zuge der allgemeinen Börsenstimmung mit rückläufigen Aktienkursen zu kämpfen. Innerhalb der Peergruppen, bestehend vor allem aus auf den Retail-Sektor ausgerichteten IT-Unternehmen, ist GK als Softwareunternehmen mit einem 2015er EV/Umsatz von 1,28 weiterhin günstig.

Grafik 02: Jährliche Wachstumsraten und EV/Umsatz-Multiple (2015)



Quelle: EQUI.TS GmbH, Thomson Reuters

Im Vergleich zur NCR Corp. die mit ähnlichem EV/Umsatz-Multiple handelt, weist GK ein deutlich höheres durchschnittliches jährliches Wachstum auf (Zeitraum: 2011a-2017e). Wohingegen die mit GK in etwa auf Augenhöhe wachsende Manhattan Associates (allerdings bei EBIT-Margen deutlich über 20%) mit einem EV/Umsatz-Multiple von 7,5 gehandelt wird. Gelingt es GK Software margenseitig wie geplant binnen 3-4 Jahren zu den historischen EBIT-Margen von rund 15% zurückzukehren, sollte auch das EV/Umsatz-Multiple wieder deutlich über 2 steigen.

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende des Dokuments -

GuV (in EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatzerlöse	28,426	42,458	44,634	54,426	60,906	64,920
Bestandsveränderung f./unf. Erzeugnisse	-0,127	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktivierete Eigenleistungen	0,748	0,376	0,512	0,398	0,445	0,474
Sonstige betriebliche Erträge	1,658	2,451	2,188	2,668	2,986	3,182
Gesamtleistung	30,704	45,285	47,333	57,491	64,336	68,577
Materialaufwand	-0,673	-4,082	-5,151	-5,904	-6,607	-6,666
Bruttoergebnis	30,031	41,202	42,182	51,587	57,729	61,912
Personalaufwand	-19,441	-25,605	-28,749	-34,697	-35,356	-35,826
Sonstige betr. Erträge / Aufwendungen	-7,290	-12,258	-13,397	-13,359	-14,766	-15,057
EBITDA	3,301	3,340	0,037	3,532	7,607	11,030
Abschreibungen/Amortisation	-2,068	-2,295	-3,052	-3,722	-4,165	-4,439
EBIT	1,233	1,045	-3,015	-0,190	3,442	6,590
Finanzergebnis	0,043	-0,113	0,028	-0,482	-0,919	-0,734
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	1,277	0,932	-2,987	-0,672	2,524	5,856
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,226	-0,331	1,117	0,204	-0,767	-1,780
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	1,051	0,601	-1,870	-0,468	1,757	4,076
Bereinigungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bereinigtes Nettoergebnis	1,051	0,601	-1,870	-0,468	1,757	4,076
Gewichtete Anzahl Aktien	1,79	1,79	1,89	1,89	1,89	1,89
EPS	0,59	0,34	-0,99	-0,25	0,93	2,16
EPS bereinigt	0,59	0,34	-0,99	-0,25	0,93	2,16
DPS	0,00	0,25	0,00	0,00	0,00	0,47

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

Kapitalflussrechnung (in EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
CF aus operativer Geschäftstätigkeit	3,181	1,829	-0,394	0,723	4,277	7,533
CF aus Investitionstätigkeit	-3,988	-0,951	-1,569	-19,034	-3,101	-3,605
CF aus der Finanzierungstätigkeit	-2,673	2,483	-1,606	14,311	-2,000	-2,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-3,480	3,361	-3,569	-4,000	-0,824	1,927
Flüssige Mittel am Periodenende	10,382	13,742	10,173	6,173	5,349	7,277

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

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende des Dokuments -

Bilanz (in EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Anlagevermögen	15,810	14,718	13,445	28,758	27,694	26,860
Imm. Vermögenswerte	10,924	9,922	8,474	23,981	22,688	21,395
Sachanlagen	4,884	4,794	4,970	4,776	5,005	5,464
Finanzanlagen	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Umlaufvermögen	26,580	32,351	28,270	27,240	28,381	31,526
Vorräte	1,019	1,043	1,159	1,414	1,582	1,686
Forderungen aus LuL	11,629	13,754	12,375	15,090	16,887	18,000
Sonstige Forderungen	3,550	3,812	4,563	4,563	4,563	4,563
Kasse und Wertpapiere	10,382	13,742	10,173	6,173	5,349	7,277
Sonstiges Aktiva	1,978	0,753	2,957	2,957	2,957	2,957
Summe Aktiva	44,367	47,821	44,673	58,955	59,032	61,343
Eigenkapital	28,332	33,156	30,555	30,087	31,844	35,920
Rücklagen	28,332	33,156	30,555	30,087	31,844	35,920
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	4,271	2,540	3,321	3,401	3,485	3,572
Verbindlichkeiten	10,114	10,196	8,600	23,270	21,508	19,655
Zinstragende Verbindlichkeiten	3,475	2,290	1,132	15,443	13,443	11,443
Verbindlichkeiten aus LuL	0,843	1,421	1,634	1,992	2,230	2,377
Sonstige nichtzinstr. Verbindlichk.	5,795	6,485	5,835	5,835	5,835	5,835
Sonst. Verbindlichkeiten	1,651	1,928	2,196	2,196	2,196	2,196
Summe Passiva	44,367	47,821	44,673	58,955	59,032	61,343
Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose)						

Kennzahlen	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	2,39	1,08	1,61	1,28	1,14	1,07
EV/EBITDA	20,55	13,67	1969,16	19,71	9,15	6,31
EV/EBIT	54,99	43,68	-23,84	-366,16	20,22	10,56
KGV bereinigt	64,73	93,50	-42,38	-125,23	33,35	14,37
KGV verwässert und bereinigt	64,73	93,50	-42,38	-125,23	33,35	14,37
PCPS	14,40	48,20	41,00	17,58	9,76	6,81
Preis/Buchwert	2,40	1,70	2,59	1,95	1,84	1,63
Rentabilitätskennzahlen in %						
EBITDA-Marge	11,6%	7,9%	0,1%	6,5%	12,5%	17,0%
EBIT-Marge	4,3%	2,5%	-6,8%	-0,3%	5,7%	10,2%
Vorsteuermarge	4,5%	2,2%	-6,7%	-1,2%	4,1%	9,0%
Nettomarge	3,7%	1,4%	-4,2%	-0,9%	2,9%	6,3%
Free-Cash-Flow-Marge	9,4%	n.m.	0,3%	n.m.	4,8%	7,7%
ROE	3,7%	2,0%	-5,9%	-1,5%	5,7%	12,0%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in T€)	59,6	76,9	70,9	78,6	83,8	85,1
Personalaufwand/Mitarbeiter (in T€)	40,7	46,4	45,7	50,1	48,7	46,9
Nettoerg./Mitarbeiter (in T€)	2,2	1,1	-3,0	-0,7	2,4	5,3
Anzahl Mitarbeiter	477	552	629	692	727	763
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	63,9%	69,3%	68,4%	51,0%	53,9%	58,6%
Gearing	-0,7%	-31,8%	-24,1%	36,6%	31,2%	16,9%
Dividendenrendite	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	1,5%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	2,64	0,65	1,02	1,76	3,18	4,55
Free-Cash-Flow pro Aktie	1,49	-0,02	0,08	-8,31	1,54	2,64
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	7,3%	5,4%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Capex/Umsatz	7,2%	2,8%	4,0%	35,0%	5,1%	5,6%
Working Capital/Umsatz	41,5%	31,5%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%
Steuerquote	17,7%	35,5%	37,4%	30,4%	30,4%	30,4%

Quelle: EQUITS

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. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/B.Ludacka	20.08.2014	Kaufen	€ 55,80
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/B.Ludacka	11.12.2014	Kaufen	€ 50,80
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	23.04.2015	Kaufen	€ 51,15
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	15.06.2015	Kaufen	€ 46,00
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	09.09.2015	Kaufen	€ 45,00

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:

(09.09.2015)

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

(Schlusskurse vom 08.09.2015)

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 (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.