

Datum 06.12.2017

Empfehlung:

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 136,00 (alt: € 135,70)

GK Software

Branche: Software

Segment: Prime Standard

ISIN: DE0007571424

Reuters: GKSG

Kurs (05.12.2017): € 114,30

Marktkapitalisierung € 216 Mio.

EV € 211 Mio.

Ø-Volumen in T€ (100 T.) 268

52W Hoch € 132,50

52W Tief € 51,80

Finanzkalender

GB 2017 26.04.2018

Q1 2018 30.05.2018

Aktionärsstruktur

GK Software Hldg. 49,8%

SAP AG 5,3%

R.Gläß 3,3%

S.Kronmüller 2,3%

Kursentwicklung



Daniel Großjohann

dg@equits.de

+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

Weiterer Ausbau der Marktanteile

Mit einem Umsatzzuwachs nach den ersten 9 Monate 2017 von 24,2% wächst GK deutlich schneller als der relevante Zielmarkt. Die bisher neun GK/Retail-Neulizenzprojekte in diesem Jahr verteilen sich auf neun Länder/drei Kontinente und dokumentieren den Erfolg der **Internationalisierungsstrategie** in enger Partnerschaft mit SAP. Mittelfristig soll vor allem der amerikanische Markt, in dem zahlreiche der größten Retailer beheimatet sind, im regionalen Umsatzmix der GK an Gewicht gewinnen. Wir belassen unsere Schätzungen unverändert und gehen weiterhin davon aus, dass GK auch in diesem Jahr wieder ein starkes Schlussquartal verzeichnen wird. Im Peer-Vergleich ist GK mit einem 2018e EV/Umsatz von rd. 2 - gerade vor dem Hintergrund der eigenen Wachstumsstärke und dem zukunftssträchtigen Technologieportfolio - eher günstig.

- ✓ In den wesentlichen Umsatzarten **Lizenzen (+26%), Wartung (+30%)** und **Dienstleistungen (+23%)** konnte GK in den ersten Monaten deutlich zulegen. Bemerkenswert ist, dass die Dienstleistungsumsätze **überproportional** zum Personalaufbau binnen Jahresfrist (+16%) zulegten, was für eine deutliche **Effizienzsteigerung bei den internen Prozessabläufen** spricht (Da in der Regel neue Mitarbeiter noch nicht die Produktivität der Kollegen besitzen, wäre ein Anstieg des Umsatzes pro Mitarbeiter nicht zu vermuten gewesen).
- ✓ Bedingt durch Effizienzsteigerungen und höhere Lizenzumsätze stieg die EBIT-Marge von 2,0% auf 6,2% (in Bezug auf den Umsatz). Skaleneffekte dürften die Marge weiter steigen lassen, wir gehen für 2018e bereits von einem Wert >12% aus.
- ✓ In Q3 2017 konnte GK einen bedeutenden Lebensmitteleinzelhändler aus Italien von der eigenen Lösungswelt überzeugen, daneben konnte ein internationaler Modehändler mit Sitz in den Niederlanden als Kunde gewonnen werden. Die **enge Partnerschaft mit SAP** wirkt sich sehr positiv aus: Alle neun GK/Retail Neukunden in 2017 kamen durch die Verbindung zu SAP. Mit der „SAP hybris Mobile Customer Assistent by GK“ hat GK auch ein weiteres gemeinsames Produkt entwickelt, so dass die Zahl der bei SAP gelisteten GK-Lösungen auf sieben steigt. Die GK-Tochter AWEK, die den Mittelstand des Handels fokussiert, konnte in 2017 fünf Lizenzen verkaufen.

Unternehmensausblick: Für das vierte Quartal und darüber hinaus erwartet das Unternehmen weitere Erfolge in Direkt- und Partnervertrieb. Die **Vertriebspipeline** ist dem Unternehmen nach **sehr gut gefüllt**, GK sieht sich in mehreren laufenden Ausschreibungen hervorragend aufgestellt. Die Mittelfristprognose, die einen Umsatz von knapp € 94 Mio. in 2018 vorsieht, könnte bereits in diesem Jahr erreicht werden. Das mittelfristige EBIT-Zielmargenniveau für das Kerngeschäft soll über 15% liegen.

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	2,25	42,9
2018 e	110,1	18,1	13,8	4,69	1,92	24,4
2019 e	122,8	20,7	16,2	5,63	1,72	20,3

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

Der **Anteil der wiederkehrenden Umsatzerlöse** dürfte bei knapp 50 % liegen, da auch die Projekt-/Dienstleistungsumsätze in Teilen wiederkehrender Natur sind. Was das Lizenzgeschäft angeht, so kann GK ein SaaS-Angebot nicht nur technisch, sondern auch vertragsseitig abbilden. Bisher nutzen erst wenige Kunden diese vertragliche Möglichkeit, die aus GK-Perspektive zu einer Umsatzglättung führen würde.

Für zusätzliches Wachstum setzt GK auf neue Lösungen und komplementäre Produkte, auch für neue Kundengruppen und **neue Kundensegmente** wie Tankstellen und Gastronomie. Daneben spielen moderne **Technologien** (wie KI, Internet der Dinge) eine wesentliche Rolle in der Wachstumsstrategie. Mit der Übernahme der **prudsys** hat GK kürzlich das eigene Technologieportfolio gestärkt, weitere Technologie-Zukäufe sind möglich.

Tabellenanhang

GuV (in EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatzerlöse	44,634	62,602	77,333	93,825	110,050	122,800
Bestandsveränderung f./unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktivierete 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
Gesamtleistung	47,333	64,853	79,483	96,434	113,110	126,215
Materialaufwand	-5,151	-8,266	-7,681	-9,151	-9,932	-10,523
Bruttoergebnis	42,182	56,587	71,802	87,283	103,178	115,692
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
EBITDA	0,037	2,177	7,803	11,961	18,070	20,687
Abschreibungen/Amortisation	-3,052	-3,453	-3,861	-4,080	-4,314	-4,477
EBIT	-3,015	-1,276	3,942	7,881	13,756	16,210
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
Nettoergebnis	-1,870	-1,500	2,826	5,063	8,981	10,783
Bereinigungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bereinigtes Nettoergebnis	-1,870	-1,500	2,826	5,063	8,981	10,783
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), EQUITS (Prognose)

Kapitalflussrechnung (in EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
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), EQUITS (Prognose)

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende des Dokuments -

Bilanz (in EURm)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
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
Summe Aktiva	44,673	67,760	71,615	90,214	96,539	103,771
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
Summe Passiva	44,673	67,760	71,615	90,214	96,539	103,771

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

Kennzahlen	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	1,61	1,19	1,28	2,25	1,92	1,72
EV/EBITDA	1969,16	34,17	12,67	17,64	11,68	10,20
EV/EBIT	-23,84	-58,32	25,08	26,78	15,34	13,02
KGV bereinigt	-42,38	-43,72	31,27	42,87	24,37	20,30
KGV verwässert und bereinigt	-42,38	-43,72	31,27	42,87	24,37	20,30
PCPS	41,00	24,45	15,24	23,52	16,35	14,25
Preis/Buchwert	2,59	2,26	2,79	6,01	4,99	4,16
Rentabilitätskennzahlen in %						
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%
Produktivitätskennzahlen						
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
Finanzkennzahlen						
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%
Cash-Flow-Kennzahlen						
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
Sonstige Kennzahlen						
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
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	21.11.2017	Kaufen	€ 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:

(06.12.2017)

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

(Schlusskurse vom 05.12.2017)

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.