

Datum 07.11.2017

**Empfehlung:**

**Halten** (alt: Halten)

**PT: € 135,70** (alt: € 135,00)

**GK Software**

Branche: Software

Segment: Prime Standard

ISIN: DE0007571424

Reuters: GKSG

**Kurs (06.11.2017):** € 127,70

Marktkapitalisierung € 241 Mio.

EV € 236 Mio.

Ø-Volumen in T€ (100 T.) 265

52W Hoch € 132,50

52W Tief € 50,50

**Finanzkalender**

Q3 2017 29.11.2017

GB 2017 26.04.2018

**Aktionärsstruktur**

GK Software Hldg. 49,8%

SAP AG 5,3%

R.Gläß 3,3%

S.Kronmüller 2,3%

**Kursentwicklung**



**Daniel Großjohann**

[dg@equits.de](mailto:dg@equits.de)

+49 (0)69 95 41 16 08

**Thomas J. Schießle**

[ts@equits.de](mailto:ts@equits.de)

+49 (0)69 95 45 43 60



EQUITS GmbH

Am Schieferstein 1

D-60435 Frankfurt

# GK SOFTWARE AG

## Übernahme stärkt Know-how bei Zukunftsthemen, Wandelanleihe für weitere Wachstumsinvestitionen

GK Software vermeldete am 1.11.17 den Abschluss der geplanten mehrheitlichen Übernahme der Chemnitzer prudsys AG, einem Spezialisten im Bereich der echtzeitbasierten Omnichannel-Personalisierung (durch KI, Machine Learning). GK betritt damit ein Themenfeld, dass im Handel künftig eine zentrale Rolle einnehmen dürfte. Die Lösung **prudsys RDE** ist komplementär zur bisherigen GK-Lösungswelt. Da es bereits gemeinsame Projekte beider Unternehmen gibt, stufen wir die Risiken der Übernahme als gering ein. Im Vergleich zu den Multiples börsennotierter Peers scheint uns die prudsys-Übernahme eher günstig gewesen zu sein und hat somit einen leicht werterhöhenden Effekt. Positive Peer-Gruppen-Effekte werden teilweise durch Verwässerungseffekte aus zwei in 2017 wirksam gewordenen Optionsprogrammen abgeschwächt.

- ✓ Mit der **prudsys AG** übernimmt GK ein innovatives Unternehmen, dessen Lösung prudsys RDE auf Machine Learning-Technologie und Künstlicher Intelligenz (KI) basiert und die Themen „**Recommendations**“ (persönliche Empfehlungen), „**Marketing Automation**“ und **dynamische Preisfindung** im Omnichannel-Umfeld adressiert. Patente in diesem Bereich sichern das Know-how ab, Marktforscher Gartner sieht prudsys als „Representative Vendor“ im „Digital Personalization Engines“-Markt. Da prudsys RDE bereits zusammen mit den GK-Lösungen von Kunden eingesetzt wird, dürfte sich die bisherige Vertriebskraft der prudsys über Cross-Selling stärken lassen (diesen möglichen Effekt haben wir aus Gründen der Vorsicht im Modell nicht berücksichtigt). Vor dem Hintergrund des erworbenen Know-hows und einem 2016er Umsatz von rd. € 3,6 Mio., bei einem EBIT zwischen € 0,25 Mio. und € 0,5 Mio. ist ein avisierter (Brutto-)Kaufpreis von bis zu € 5 Mio. für die Mehrheitsbeteiligung (wir vermuten > 75%) im derzeitigen Marktumfeld nicht zu teuer.
- ✓ Die im Oktober 2017 emittierte **Wandelanleihe** (3% Verzinsung, 5 Jahre Laufzeit, Wandelpreis € 155,- pro Aktie) stieß auf großes Interesse (dreifach überzeichnet). Der Bruttoerlös aus der Begebung der Anleihe belief sich auf € 15 Mio. Die Zuflüsse aus der Anleihe sollen verwendet werden, um Lösungsausprägungen für **neue Marktsegmente/Kundengruppen** zu erstellen. Weitere Felder sind **Investitionen in künstliche Intelligenz (KI), maschinelles Lernen, Internet der Dinge (IoT)** und die **Akquisition der prudsys AG**. Die Wandelanleihe (WKN: A2GSM7), die im Freiverkehr der Frankfurter Börse gehandelt wird, notiert seit Emission klar über dem Ausgabepreis (aktuell bei 104%).

### 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	2,52	47,9
2018 e	110,1	18,1	13,8	4,69	2,15	27,2
2019 e	122,8	20,7	16,2	5,63	1,92	22,7

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

## Die Zukunft des Handels

Mit den technischen Möglichkeiten sind in den vergangenen Jahren auch die Erwartungen der Kunden gestiegen. Viele Kunden möchten bei Marketing-Aktionen eine hohe persönliche Relevanz der jeweiligen Inhalte und Angebote, also ein zunehmend **individualisiertes Omnichannel-Einkaufserlebnis**. Die prudsys RDE-Lösung versetzt Händler u.a. in die Lage (automatisiert und in Echtzeit) auf Basis künstlicher Intelligenz und selbstlernenden Systemen dem Kunden „bessere“, passgenaue Angebote zu machen. Artikel/Angebote, die für den Kunden auf Grund seiner Kundenhistorie eine höhere Relevanz haben, können zu Umsätzen führen, die bis zu 10% über denen standardisierter Angebote liegen. Die Lösung zur dynamische Preisfindung (absatzkanalübergreifend) kann zudem auch Preise/Aktionen von Wettbewerbern und die regionale Stärke der jeweiligen Marktteilnehmer in die Preisbildung einfließen lassen: (kundenindividuelle) Angebote (in Form von Rabatten) auf relevante Produktgruppen können die Kundenbindung langfristig stärken. Es liegt auf der Hand, dass Händler, die derartige Technologien einsetzen, hierdurch einen Wettbewerbsvorteil haben, oder - anders gesagt - es sich in einem wettbewerbsintensiven Umfeld wie dem Handel kein Marktteilnehmer erlauben kann, längerfristig auf derartige Technologien zu verzichten. GK rundet mit dem akquirierten Technologie-Know-how nicht nur das eigene Lösungsportfolio im Omnichannel-Bereich ab, sondern könnte dies auch bei künftigen Lösungsausprägungen einbringen.

## Tabellenanhang

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

<b>Kapitalflussrechnung (in EURm)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
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 -

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

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

Kennzahlen	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz	1,61	1,19	1,28	2,52	2,15	1,92
EV/EBITDA	1969,16	34,17	12,67	19,76	13,08	11,42
EV/EBIT	-23,84	-58,32	25,08	29,99	17,18	14,58
KGV bereinigt	-42,38	-43,72	31,27	47,89	27,23	22,68
KGV verwässert und bereinigt	-42,38	-43,72	31,27	47,89	27,23	22,68
PCPS	41,00	24,45	15,24	26,28	18,27	15,93
Preis/Buchwert	2,59	2,26	2,79	6,71	5,57	4,64
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
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%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
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
<b>Finanzkennzahlen</b>						
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%	0,8%	1,0%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
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
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
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: 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. § 4Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	21.06.2016	Kaufen	€ 54,35
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	12.09.2016	Kaufen	€ 59,60
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

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%.

**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:**

**(07.11.2017)**

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

**(Schlusskurse vom 06.11.2017)**

**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.