

Datum 04.06.2019

Empfehlung:

Kaufen (alt: Kaufen)

PT: € 114,50 (alt: € 114,50)

GK Software

Branche: Software

Segment: Prime Standard

ISIN: DE0007571424

Reuters: GKSG

Kurs (03.06.2019): € 68,60

Marktkapitalisierung € 130 Mio.

EV € 151 Mio.

Ø-Volumen in T€ (100 T.) 111

52W Hoch € 120,00

52W Tief € 62,20

Finanzkalender

HV 2019 20.06.2019

Q2 2019 29.08.2019

Q3 2019 26.11.2019

Aktionärsstruktur

GK Software Hldg. 48,5%

R.Gläß 2,7%

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 3

D-60435 Frankfurt

GK SOFTWARE SE

Prognose bestätigt, Umsatzmix belastet Marge in Q1

GK Software verzeichnete im ersten Quartal 2019 einen Umsatzanstieg von 3,7% bzw. 8,7% im Kerngeschäft. Das im Vergleich zu vorangegangenen Quartalen nur moderatere Wachstum hat seine Ursachen in einem Basiseffekt (starkes Q1 2018), sowie dem planmäßigen Umsatzrückgang beim hardwarebezogenen Wartungsgeschäft und geringeren Lizenzumsätzen. Letztere belasteten – ebenso wie das gegenüber dem Personalausbau unterproportionale Umsatzwachstum – die Margen. Das EBITDA lag mit €-0,67 Mio. klar unter dem Vorjahreswert (€ 1,34 Mio.). Angesichts der **sehr gut gefüllten Pipeline** halten wir an unseren Erwartungen für 2019 fest. Die GK-Aktie ist mit einem EV/Umsatz von knapp 1,3 weiterhin günstig.

- ✓ Mit einem Umsatzbeitrag von € 2,38 Mio. blieb das margenstarke, aber volatile **Lizenzgeschäft (GK/Retail)** im ersten Quartal deutlich hinter dem im Vorjahreszeitraum erreichten Wert (€ 4,87 Mio.) zurück. Trotz guter Mitarbeiterauslastung im Servicegeschäft blieb der Umsatzanstieg klar hinter dem Anstieg der Mitarbeiterzahl (+19,2%) bzw. dem Personalkostenblock (+20,9%) zurück. Wir sehen in den Q1-Wachstumsraten und Margen eine Momentaufnahme, das Wachstum im Geschäftsjahr dürfte sich eher am Mitarbeiterzuwachs orientieren. Daneben dürfte auch das Ertragssicherungsprogramm (wirksam ab Q3) dazu beitragen, dass GK im Gesamtjahr die EBIT-Marge aus 2018 deutlich übertrifft.
- ✓ Im ersten Quartal gelang es GK Software **drei Neukunden** zu akquirieren. Hierbei handelt es sich um zwei US-Kunden und eine Handelskette aus Kolumbien, die sich für einen Vertrag auf Subskriptionsbasis entschieden hat. Zudem entschied sich ein US-Bestandskunde auch für die Tankstellenlösung, deren Produktivsetzung in das dritte Quartal 2019 fallen wird.
- ✓ Im April 2019 wurde die KI-Lösung „**SAP Dynamic Pricing by GK**“ erfolgreich bei SAP platziert und wird von SAP nun weltweit vertrieben. Die Lösung basiert auf der neuen Plattform AIR („Artificial Intelligence for Retail“) und unterstützt Händler bei der automatisierten Preisoptimierung (unter Berücksichtigung diverser Einflussfaktoren in Echtzeit).

Unternehmensausblick: Die Mittelfristprognose, die einen Umsatz von rd. € 135 Mio. in 2020 impliziert (bei 15%iger EBIT-Marge im Kerngeschäft), wurde erneut bestätigt. Für 2019 strebt das Unternehmen einen nicht unerheblichen Anstieg im GK/Retail-Umsatz an, die EBIT-Marge soll den 2018 erreichten Wert deutlich übertreffen.

Kennzahlenübersicht - GK Software SE

	Umsatz	EBITDA	EBIT	EPS (adj.)	EV/Umsatz	KGV
2017 a	90,5	8,8	5,0	2,05	2,03	46,2
2018 a	106,2	6,8	1,6	0,48	2,01	204,6
2019 e	122,2	17,2	9,2	2,81	1,24	24,4
2020 e	138,8	26,0	17,4	5,85	1,09	11,7
2021 e	155,9	31,0	21,8	7,53	0,97	9,1

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

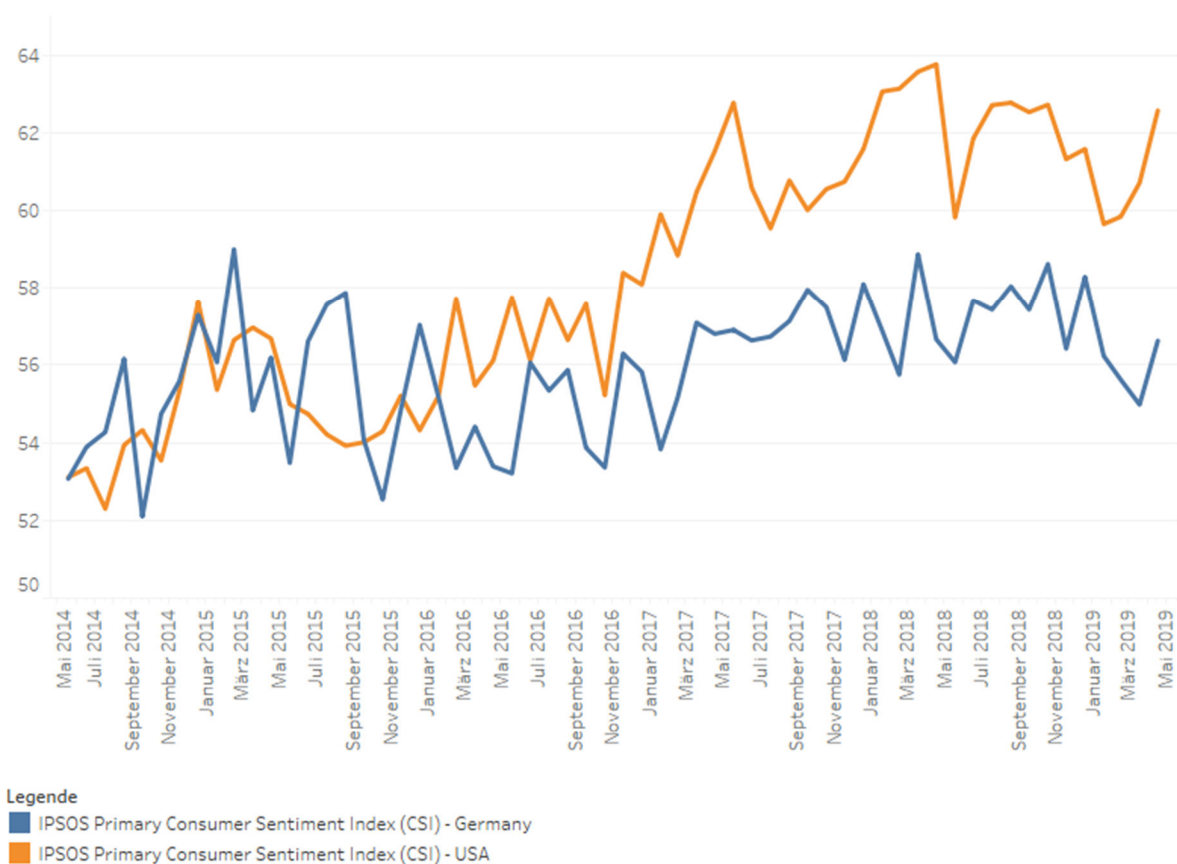
Erstmalige Anwendung von IFRS 16 (Leasing) lässt Abschreibungen sprunghaft steigen

Die erstmalige Anwendung von IFRS 16, der die Abbildung von Leasingverhältnissen zum Gegenstand hat, trug mit rd. € 0,7 Mio. (Abschreibung von Nutzungsrechten) wesentlich zum deutlichen Anstieg der **Abschreibungen** im ersten Quartal bei. In der Bilanz steigen durch die Erstanwendung der IFRS 16-Regelung die Positionen „Sachanlagen“ (Aktivseite) und „Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten“ (Passivseite) deutlich an, was eine Bilanzverlängerung um rund € 10 Mio. bedeutet. Wir hatten den IFRS 16-Effekt in unserem bisherigen Forecast unterschätzt und nun entsprechende Anpassungen in GuV und Bilanz vorgenommen.

Umsatz- und EBIT-Schätzung unverändert – Marktumfeld weiterhin gut

Nach Q1 2019 sehen wir keinen Grund unsere bisherige Umsatz- und EBIT-Erwartung anzupassen. Die Vertriebspipeline ist dem Vernehmen nach weiterhin sehr gut gefüllt und GK Software ist in wichtigen Ausschreibungen gut positioniert. Der Rückgang im Lizenzumsatz in Q1 ist in unseren Augen der typischen Volatilität des Lizenzgeschäftes geschuldet, aber keine Indikation für ein kundenseitig schwieriger gewordenenes Marktumfeld im Handel. Die Konsumklimaindikatoren legen ein **weiterhin gutes Marktumfeld für den Handel in den wichtigen Märkten der GK Software** nahe. Der von IPSOS für verschiedene Staaten nach gleicher Methodik ermittelte CSI (normiert auf den Wertebereich von 0-100) zeigt sich in den letzten fünf Jahren nicht nur durchgängig im expansiven Bereich (>50), sondern insbesondere für die USA (orange) auch eine klar steigende Tendenz.

IPSOS Primary Consumer Sentiment Index (CSI) – 5-Jahres-Trend



Quelle: Thomson Reuters/Ipsos

Tabellenanhang

GuV (in EURm)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Umsatzerlöse	77,333	90,452	106,151	122,239	138,833	155,906
Bestandsveränderung f./unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktivierete Eigenleistungen	0,382	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	1,769	5,197	3,617	4,165	4,731	5,312
Gesamtleistung	79,483	95,649	109,768	126,405	143,564	161,218
Materialaufwand	-7,681	-8,530	-7,733	-8,364	-8,939	-9,979
Bruttoergebnis	71,802	87,119	102,035	118,041	134,625	151,240
Personalaufwand	-47,669	-57,809	-68,791	-77,959	-82,841	-90,904
Sonstige betr. Erträge / Aufwendungen	-16,330	-20,537	-26,411	-22,884	-25,808	-29,298
EBITDA	7,803	8,773	6,833	17,198	25,976	31,038
Abschreibungen/Amortisation	-3,861	-3,780	-5,237	-8,030	-8,622	-9,211
EBIT	3,942	4,993	1,596	9,168	17,354	21,827
Finanzergebnis	-0,491	-0,653	-1,425	-1,509	-1,421	-1,312
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	3,452	4,340	0,171	7,659	15,934	20,515
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,626	-0,456	0,752	-2,239	-4,658	-5,997
Anteile Dritter	0,000	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Nettoergebnis	2,826	3,885	0,925	5,422	11,278	14,520
Bereinigungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Bereinigtes Nettoergebnis	2,826	3,885	0,925	5,422	11,278	14,520
Gewichtete Anzahl Aktien	1,89	1,90	1,93	1,93	1,93	1,93
Gew. Anzahl Aktien (verw.)	2,00	1,95	1,95	1,95	1,95	1,95
EPS	1,50	2,05	0,48	2,81	5,85	7,53
EPS bereinigt	1,50	2,05	0,48	2,81	5,85	7,53
EPS verwässert/bereinigt	1,41	2,00	0,47	2,78	5,77	7,43
DPS	0,00	0,00	0,00	0,42	1,17	1,51

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

Kapitalflussrechnung (in EURm)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
CF aus operativer Geschäftstätigkeit	3,699	15,224	-5,670	8,305	14,592	18,272
CF aus Investitionstätigkeit	-5,099	-9,278	-15,732	-5,312	-5,811	-6,614
CF aus der Finanzierungstätigkeit	-2,119	19,121	-0,294	-2,000	-2,813	-4,256
Veränderung der Zahlungsmittel	-3,519	25,067	-21,696	0,993	5,968	7,403
Flüssige Mittel am Periodenende	6,017	30,479	11,790	12,783	18,751	26,154

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

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende des Dokuments -

Bilanz (in EURm)	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Anlagevermögen	32,736	39,575	52,799	60,081	57,270	54,672
Imm. Vermögenswerte	23,828	25,359	30,019	28,019	25,919	25,019
Sachanlagen	8,902	14,183	22,746	32,028	31,317	29,619
Finanzanlagen	0,007	0,033	0,034	0,034	0,034	0,034
Umlaufvermögen	33,963	61,424	53,304	59,875	71,597	84,919
Vorräte	1,180	0,990	0,486	0,560	0,636	0,714
Forderungen aus LuL	21,512	22,839	36,319	41,824	47,501	53,342
Sonstige Forderungen	5,254	7,116	4,709	4,709	4,709	4,709
Kasse und Wertpapiere	6,017	30,479	11,790	12,783	18,751	26,154
Sonstiges Aktiva	4,915	5,599	5,079	5,079	5,079	5,079
Summe Aktiva	71,615	106,598	111,182	125,035	133,946	144,670
Eigenkapital	31,654	38,669	40,256	45,676	56,138	68,400
Rücklagen	31,654	37,598	39,187	44,544	54,943	67,142
Anteile Dritter	0,000	1,071	1,069	1,132	1,195	1,258
Rückstellungen	3,222	3,226	2,789	2,864	2,942	3,024
Verbindlichkeiten	33,183	59,364	64,484	72,842	71,212	69,593
Zinstragende Verbindlichkeiten	14,763	32,323	34,819	32,819	30,819	28,819
Verbindlichkeiten aus LuL	2,187	1,835	2,365	2,723	3,093	3,474
Sonstige nichtzinstr. Verbindlichk.	16,233	25,206	27,300	37,300	37,300	37,300
Sonst. Verbindlichkeiten	3,555	5,340	3,653	3,653	3,653	3,653
Summe Passiva	71,615	106,598	111,182	125,035	133,946	144,670

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

Kennzahlen	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	1,28	2,03	2,01	1,24	1,09	0,97
EV/EBITDA	12,67	20,90	31,30	8,80	5,83	4,88
EV/EBIT	25,08	36,72	134,00	16,51	8,72	6,93
KGV bereinigt	31,27	46,22	204,62	24,40	11,73	9,11
KGV verwässert und bereinigt	31,27	46,22	204,62	24,40	11,73	9,11
PCPS	15,24	23,50	33,23	9,78	6,62	5,56
Preis/Buchwert	2,79	4,78	4,83	2,97	2,41	1,97
Rentabilitätskennzahlen in %						
EBITDA-Marge	10,1%	9,7%	6,4%	14,1%	18,7%	19,9%
EBIT-Marge	5,1%	5,5%	1,5%	7,5%	12,5%	14,0%
Vorsteuermarge	4,5%	4,8%	0,2%	6,3%	11,5%	13,2%
Nettomarge	3,7%	4,3%	0,9%	4,4%	8,1%	9,3%
Free-Cash-Flow-Marge	0,7%	n.m.	n.m.	6,7%	10,2%	11,0%
ROE	9,3%	11,0%	2,3%	12,6%	22,1%	23,3%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in T€)	94,4	94,1	85,8	94,1	101,8	108,8
Personalaufwand/Mitarbeiter (in T€)	58,2	60,2	55,6	60,0	60,7	63,5
Nettoerg./Mitarbeiter (in T€)	3,5	4,0	0,7	4,2	8,3	10,1
Anzahl Mitarbeiter	819	961	1238	1299	1364	1433
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	44,2%	36,3%	36,2%	36,5%	41,9%	47,3%
Gearing	126,2%	175,7%	176,2%	173,7%	138,6%	111,5%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,6%	1,7%	2,2%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	3,07	4,02	2,96	7,01	10,36	12,35
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,27	-0,27	-5,46	4,26	7,35	8,92
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	5,0%	4,2%	4,9%	6,6%	6,2%	5,9%
Capex/Umsatz	6,8%	9,0%	11,3%	2,9%	2,8%	2,8%
Working Capital/Umsatz	26,5%	24,3%	32,4%	32,4%	32,4%	32,4%
Steuerquote	18,1%	10,5%	-439,8%	29,2%	29,2%	29,2%

Quelle: EQUITS

DISCLAIMER

MiFID II-Hinweis: Diese Studie wurde ausschließlich auf Grundlage einer vertraglichen Vereinbarung im Auftrag des Emittenten erstellt und von diesem vergütet. Die Studie wurde gleichzeitig allen Interessenten öffentlich zugänglich gemacht. Der Erhalt dieser Studie gilt somit als zulässiger geringfügiger nichtmonetärer Vorteil im Sinne des § 64 Abs. 7 Satz 2 Nr. 1 und 2 des WpHG.

A. Angaben gemäß § 85 WpHG und EU-Verordnung Nr. 596/2014 (MAR) sowie der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 958/2016 und der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 565/2017

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 über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE SE	D.Grossjohann/T.Schießle	07.05.2018	Kaufen	€ 155,80
GK SOFTWARE SE	D.Grossjohann/T.Schießle	06.06.2018	Kaufen	€ 155,80
GK SOFTWARE SE	D.Grossjohann/T.Schießle	05.09.2018	Kaufen	€ 146,00
GK SOFTWARE SE	D.Grossjohann/T.Schießle	03.12.2018	Kaufen	€ 123,00
GK SOFTWARE SE	D.Grossjohann/T.Schießle	05.02.2019	Kaufen	€ 103,00
GK SOFTWARE SE	D.Grossjohann/T.Schießle	07.05.2019	Kaufen	€ 114,50

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:

(04.06.2019)

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

(Schlusskurse vom 03.06.2019)

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. EQUI.TS 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.