

Datum **25.04.2014**

**Kaufen** (alt: Kaufen)  
**PT: € 52,68** (alt: € 42,20)

**Änderungen**

	2014E		2015E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums.	49,6	-2%	56,4	n.a.
EBIT	6,7	-16%	8,7	n.a.
EPS	2,65	-21%	3,50	n.a.
EPS*	2,65	-21%	3,50	n.a.
DPS	0,52	-21%	0,68	n.a.

\* bereinigt

Homepage: [www.gksoftware.de](http://www.gksoftware.de)  
Branche: IT/Software

ISIN DE0007571424  
Bloomberg GKS:GR  
Reuters GKSG  
Preis (23.04.14): € 42,35  
Marktkapitalisierung € 80 Mio.  
EV € 74 Mio.  
Ø-Volumen (100 Tage) € 108.381  
52W Hoch € 52,00  
52W Tief € 23,50

**Finanzkalender**

29.04.2014 GB 2013

**Aktionärsstruktur**

GK Software Holding	49,8%
SAP AG	5,3%
R. Gläß	3,3%
S. Kronmüller	2,3%

**Kursentwicklung**



Quelle: getinsight Research GmbH

**Daniel Grossjohann**

[grossjohann@getinsight.de](mailto:grossjohann@getinsight.de)  
+49 (0)69 2561 285 23

**Benjamin Ludacka**

[ludacka@getinsight.de](mailto:ludacka@getinsight.de)  
+49 (0)69 2561 285 22

**GK SOFTWARE AG**

**Omni-Channel-Umsetzung sorgt für günstiges Umfeld**

Bedingt durch ein starkes Jahresendgeschäft (Migros-Projekt) konnte GK Software den eigenen Umsatz in 2013 um 49% auf € 42,5 Mio. ausbauen. Zum Jahresanfang 2014 wurde darüber hinaus das erste nordamerikanische Projekt vermeldet. Das Umfeld für GK scheint uns aktuell weiter günstig: SAP hat die Verbindung zu GK vertieft und angedachte Omni-Channel-Strategien des Handels dürften zunehmend in Projekten münden. Über die Hälfte der Retailer planen die mittelfristige Umsetzung von Multi-Channeling. Erste Projekte einzelner Händler erhöhen den Druck der Wettbewerber nachzuziehen. Bei dem sich abzeichnenden Szenario sollte GK ein zweistelliges organisches Wachstum und die Rückkehr zu Margenniveaus zwischen 15% und 20% gelingen. Auf Basis unserer (eher konservativen) Schätzungen ist GK mit einem 2014er EV/Umsatz von 1,5 gegenwärtig nicht zu teuer.

■ **Investment Highlights**

- GK gelang noch im Jahresendspurt der Abschluss eines Omni-Channel-Großprojektes. Die Beauftragung durch Migros – dem größten schweizerischen Handelskonzern (Jahresumsatz ca. CHF 24,5 Mrd.) – könnte damit der langersehnte Dammbrech sein, der Entscheidungen bzgl. den künftigen strategischen Weichenstellungen der großen Handelsketten beschleunigt.
- Weitere Projektabschlüsse in den USA dürften, unter Berücksichtigung typischer Saleszyklen, unmittelbar bevorstehen: Die Ausweitung des SAP-Reseller-Agreements auf Nordamerika, erfolgte im Mai 2013, wichtige Implementierungspartner sind in der GK-Lösung geschult, die SAP-eigene Retaillösung wurde abgekündigt und GK/Retail ist der offizielle Migrationspfad. Die von SAP gezeichnete Kapitalerhöhung soll für die weitere Internationalisierung bzw. den Ausbau des Nordamerikageschäftes genutzt werden.
- Verglichen mit den (überwiegend US-amerikanischen) Peer-Unternehmen ist GK auch nach dem nachrichtengetriebenen Kursanstieg der letzten Monate weiterhin unterbewertet. Die hohen Multiples der Peers sind durch das investorenseitig erwartete Wachstums- und Margenpotenzial bedingt. GK hat jedoch in unseren Augen, bedingt durch die eigene Produktwelt, die SAP-Kooperation und die Expansion nach Nordamerika mit die besten Voraussetzungen, um an Omni-Channel-Investitionen des Handels teilzuhaben – ist jedoch deutlich niedriger bewertet als die Peers. Die Fundamentalanalyse impliziert eine (leichte) Unterbewertung.

■ **Kennzahlen\***

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2011	31,8	4,6	2,55	16,8	2,1	10,2	21,0%	17,4%
2012	28,4	0,7	0,38	100,8	2,4	86,6	2,8%	2,4%
2013e	42,5	0,7	0,40	44,7	1,2	31,0	3,0%	3,3%
2014e	49,6	5,0	2,65	16,0	1,5	11,1	13,5%	15,1%
2015e	56,4	6,6	3,50	12,1	1,3	8,5	15,5%	16,5%

Quelle: Unternehmensangaben / getinsight Research GmbH  
\*Umsatz, EBIT und EPS für 2013 wurden vorläufig berichtet

## ■ Inhaltsverzeichnis

	Seite
Unternehmensübersicht	3
Investment Case	4
Bewertung	5
- Finanzen	5
- Bilanz	6
- Cash-Flow Bewertung	7
- Sensitivitätsanalyse	8
- Peer Vergleich	9
SWOT-Analyse	13
Unternehmensprofil	15
- Unternehmenshistorie	16
Geschäftsmodell und (Wachstums-)Strategie	17
- Produkte und Dienstleistungen	17
- Strategische Positionierung	18
- Vertriebsstrategie	18
Vorstand	19
Aktionäre	19
Markt und Wettbewerb	21
- Exkurs: Multichannel-Integration	23
Tabellenanhang	26
Disclaimer	30

## Unternehmensprofil

Die GK SOFTWARE AG ist ein auf die Bedürfnisse des Handels ausgerichteter Anbieter von hochwertiger, modularer Standardsoftware. Im Zuge des aufkommenden Omni-Channel-Ansatzes bei den Retailern rücken zunehmend effiziente Infrastrukturlösungen in den Fokus. Die ursprünglich aus dem Bereich der Kassenslösungen kommende GK, ist in diesem Feld sehr gut aufgestellt und technologisch führend bei der Echtzeitübermittlung umfangreicher (Handels-)Datensätze. Die Ende 2009 eingegangene und dann sukzessive ausgebauten Partnerschaft mit SAP ist ein zentraler Meilenstein bei der Stärkung von Vertrieb und Internationalisierung. GK setzt daneben aber auch weiterhin auf den eigenen Direktvertrieb.

### Unternehmensinformationen

Gründungsjahr	<b>1990</b>
IPO	<b>2008</b>
Zulassungssegment	<b>Prime Standard</b>
Indexzugehörigkeit	<b>GEX</b>
Geschäftsjahr	<b>1.1.- 31.12</b>
Berichterstattung	<b>vierteljährlich</b>
Aktienrückkäufe	<b>nein</b>
Aktionärsstruktur	<b>GK Software Holding GmbH 49,6% SAP AG 5,3% R. Gläß 3,3% S. Kronmüller 2,3% Streubesitz 39,5%</b>
IR Kontakt	<b>Dr. René Schiller</b>
Vorstand	<b>Rainer Gläß, André Hergert</b>
Vertragslaufzeit CEO	<b>bis 2016</b>
Aufsichtsrat	<b>Uwe Ludwig, Th. Bleier, Herbert Zinn</b>

## Gewinn- und Verlustrechnung\*

(in € Mio.)	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	31,8	28,4	42,5	49,6	56,4
Bruttoergebnis	33,4	30,0	43,3	52,8	60,1
EBITDA	8,6	2,9	3,6	9,5	11,9
EBIT	6,7	0,8	1,3	6,7	8,7
Vorsteuerergebnis	6,6	0,8	1,3	6,7	8,9
Jahresüberschuss	4,6	0,7	0,7	5,0	6,6
Bereinigter JÜ	4,6	0,7	0,7	5,0	6,6
EPS (in €)	2,55	0,38	0,40	2,65	3,50
EPS bereinigt (in €)	2,55	0,38	0,40	2,65	3,50
DPS	0,50	0,10	0,13	0,52	0,68

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH  
\*Umsatz, EBIT und EPS für 2013 wurden vorläufig berichtet

## Bilanz

	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Imm. Vermögenswerte	9,5	10,9	9,6	8,3	7,0
Forderungen und Vorräte	11,9	12,6	18,9	22,0	25,1
Kasse und WP	13,9	10,3	6,6	13,7	18,4
Summe Aktiva	43,5	44,1	45,3	54,0	59,9
Eigenkapital	28,2	28,2	29,0	37,3	43,0
Rückstellungen	1,1	4,3	4,4	4,4	4,5
Zinstragende VB	5,2	3,5	3,5	3,5	3,5
Nichtzinstragende VB	6,2	6,6	7,1	7,3	7,5
Summe Passiva	43,5	44,1	45,3	54,0	59,9

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

## Kennzahlen

(in %)	2011	2012	2013e	2014e	2015e
EV/Umsatz	2,1	2,4	1,2	1,5	1,3
EV/EBITDA	7,9	23,8	12,6	7,9	6,3
EV/EBIT	10,2	86,6	31,0	11,1	8,5
KGV bereinigt	16,8	100,8	44,7	16,0	12,1
Kurs/CF p. Aktie (exkl. WC)	11,4	15,6	15,0	10,2	8,1
Preis/Buchwert	2,7	2,4	1,7	2,1	1,9
Dividendenrendite (in %)	1,2	0,3	0,3	1,2	1,6
EBITDA-Marge (in %)	27,1	10,1	8,6	19,1	21,1
EBIT-Marge (in %)	21,0	2,8	3,0	13,5	15,5
Vorsteuerermarge (in %)	20,7	2,9	3,0	13,6	15,8
Nettomarge (in %)	14,4	2,4	2,2	10,1	11,7
ROE (in %)	17,4	2,4	3,3	15,1	16,5
Umsatz/Mitarb. (in tsd. €)	78,4	59,6	73,2	77,7	81,9
Nettoerg./Mitarb. (in tsd. €)	11,3	1,4	1,6	7,8	9,6
Eigenkapitalquote (in %)	64,9	64,0	63,9	69,1	71,7

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

**Omni-Channel-  
Investitionen werden  
mittelfristig deutlich  
steigen**

**SAP-Einstieg als  
deutliches Signal für  
kommendes US-Geschäft**

**GK offizieller  
Migrationspfad für SAP-  
Triversity - erstes  
Nordamerika-Projekt  
vermeldet**

**Jedes Projekt stärkt die  
Standardlösung**

**Gerüstet für Omni-  
Channel-Investitionen  
des Handels; Bewertung  
im Peer-Vergleich weiter  
günstig**

## ■ Investment Case

Die Implementierung einer Omni-Channel-Strategie ist für über die Hälfte aller europäischen Handelsunternehmen ein mittelfristiges strategisches IT-Thema. Erste große Retailer, wie Migros, haben bereits entsprechende Projekte gestartet. Die Wahl von GK Software als Technologiepartner unterstreicht, dass GK bei anspruchsvollen SAP-Großprojekten im Handel gesetzt ist, weil die technologischen Stärken der GK (Datenaustausch, Einbindung von Peripheriegeräten) dann am besten ausgespielt werden können. Die ersten umfassenden Omni-Channel-Projekte sind wertvolle Referenzen, denn andere Händler werden sich gezwungen sehen im Wettbewerb um den Kunden mit eigenen Omni-Channel-Investitionen nachzuziehen.

Nordamerika ist mit seinen zahlreichen großen Handelsketten und den vielen spezialisierten Technologiedienstleistern der wichtigste Einzelhandelsmarkt. Insofern ist zu erwarten, dass diesem Markt eine technologische Vorreiterrolle zukommt. SAP hat, mit Zeichnung der jüngsten Kapitalerhöhung bei GK, Mittel für den Kapazitätsaufbau der GK in Nordamerika bereitgestellt. Mit einem Vorkaufsrecht auf die Gründeranteile (gültig bis Ende 2020) sichert SAP die Partnerschaft zu GK gegen den möglichen Einstieg eines Wettbewerbers ab. Beides zeigt in unseren Augen die Bedeutung, die GK für die Retail-Strategie (Omni-Channel-Ansatz) der SAP hat – im wichtigen nordamerikanischen Markt und international.

Die GK-Lösung ist zudem offizieller Migrationspfad der abgekündigten SAP Triversity-Lösung, die bei 260 Retail-Kunden im Einsatz ist. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass viele dieser Triversity-Kunden (noch) kein SAP-ERP-System nutzen (SAP erwarb Triversity erst Mitte 2005) und die Lösungen teilweise noch recht jung sind. Wir rechnen für die kommenden drei Jahre daher „nur“ mit einem guten Dutzend nordamerikanischer Projekte. Anfang Januar 2014 vermeldete GK SOFTWARE den ersten gemeinsamen kanadischen Kunden: Bentley Leathers Inc. (Quebec), die über 400 Spezialgeschäfte für Reisebedarf in Nordamerika betreibt. Neben SAP Point-of-Sale by GK führt Bentley auch die mobile POS-Lösung auf iOS-Basis ein. Bentley nutzte SAP Triversity zuvor nicht, ist also ein echter Neukunde.

Im Rahmen jedes größeren Projektes gibt es typischerweise vom Kunden gewünschte Modifizierungen. Diese vergüteten Change Requests sorgen dafür, dass die GK Retail-Lösung „lernt“. Großprojekte stellen damit einmalige Chancen dar einen (finanzierten) Technologievorsprung zu schaffen bzw. zu erhalten.

Durch Implementierungspartnerschaften (HP, RedIron) verfügt GK über atmende Kapazitäten, die im volatilen Projektgeschäft mittelfristig eine bessere Skalierung ermöglichen. Dieser positive Margeneffekt wird durch einen veränderten Umsatzmix (AWEK) und kurzfristig auch durch die ersten US-Projekte, in denen GK noch viele eigene Mitarbeiter einsetzen muss, überlagert. Wir sind bei der EBIT-Marge (2015e: 15,5%) daher unter den historischen Morgenniveaus geblieben. Nachdem das operative Geschäft der GK in H2 2013 an Fahrt gewonnen hat, gehen wir davon aus, dass der Handel zunehmend Omni-Channel-Projekte umsetzen wird. Den 2014er Umsatz sehen wir daher bei fast € 50 Mio. (+15,4% ggü. 2013e), für 2015 gehen wir von einem knapp 14%igen Wachstum aus. Dank der aufgebauten atmenden Kapazitäten könnte GK auch stärkere Zuwächse bewältigen. Obwohl GK stärker wächst als die meisten Peers, ist GK im Vergleich zu diesen mit einem 2014e EV/Umsatz von 1,5 klar unterbewertet (Peer-Durchschnitt: 2,7) – selbst bei Berücksichtigung eines Größenabschlags.

## ■ Bewertung

### Finanzen

**2013er  
Umsatzwachstum bei  
über 49%...**

Im Geschäftsjahr 2013 hat GK SOFTWARE den Umsatz auf € 42,46 Mio. (+49%) steigern können. Hierzu trug neben dem Zukauf der AWEK-Gruppe auch das starke Jahresendgeschäft bei – nachdem das erste Halbjahr noch stark von kundenseitiger Zurückhaltung bei Neuprojekten geprägt war.

**...starkes  
Jahresendgeschäft  
2013..**

Dies änderte sich in Q4 2013. Mit einem Projekt beim schweizerischen Handelskonzern Migros gelang GK der Abschluss eines sehr großen Projektes. Allein im Schlussquartal erzielte GK einen Umsatz von € 13,8 Mio. Die Signalwirkung dieses Mitte Dezember 2013 vermeldeten Migros-Projektes könnte einen sich auflösenden Investitionsstau bedingen: Viele Retailer stehen vor einer entscheidenden Weichenstellung, der Definition einer eigenen Omni-Channel-Strategie und deren (IT-technische) Umsetzung. Der weltweit größte Einzelhandelsmarkt, die USA, könnte hier eine Vorreiterrolle einnehmen, weshalb eine Präsenz in diesem Markt von großer Bedeutung ist.

**..und erstes Projekt in  
Nordamerika**

Anfang Januar 2014 vermeldete GK SOFTWARE den ersten kanadischen Kunden: Der Bentley Leathers Inc. die in Quebec beheimatet ist und über 400 Spezialgeschäfte für Reisebedarf in Nordamerika betreibt. Neben SAP Point-of-Sale by GK führt Bentley auch die mobile POS-Lösung auf iOS-Basis ein.

**Akquisitionsbedingte  
Veränderungen im  
Umsatzmix**

Das Lizenzgeschäft durchlief 2012 und in der ersten Jahreshälfte 2013 eine Schwächephase, die auf das zögerliche Verhalten des Handels angesichts der nötigen strategischen Weichenstellung (Omni-Channel) zurückzuführen war. Dem technisch sehr anspruchsvollen Migros-Projekt (akquiriert 12/2013) könnte somit eine „Eisbrecherfunktion“ zukommen. Wir gehen für 2014 und 2015 von deutlich anziehendem Lizenzvolumen aus. Der Lizenzanteil dürfte jedoch nicht an die Werte von 2010 und 2011 (Lizenzanteil: 29,9% bzw. 26,1%) heranreichen, da GK durch die AWEK-Akquisition seinen Dienstleistungsumsatz erheblich ausgebaut hat. Die AWEK-Akquisition erscheint uns trotz einer gewissen Margenverwässerung sinnvoll, da sich hierdurch die Abhängigkeit von Neuprojekten reduziert. Zudem werden der Umsatz pro Kunde und die Wertschöpfung ausgebaut.

**Regionaler Projektmix  
beeinflusst Höhe des  
Lizenzumsatzanteils**

Bei Projekten in der DACH-Region implementiert GK Software die eigenen Lösungen mit eigenen Mitarbeitern. Dies erhöht den Service-Anteil am Umsatz. Bei außereuropäischen Projekten wird GK anfangs ebenfalls einen Großteil der IT-Services mit eigenen Mitarbeitern übernehmen (was kurzfristig Margen belastet), mittelfristig ist hier aber geplant die Implementierungspartner in den Projekten zu begleiten und nur Schlüsselaufgaben selbst zu übernehmen. Außereuropäische Projekte hätten damit einen geringeren Umsatzbeitrag durch Dienstleistungen, wären aber durch stärkere Einbeziehung von Partnern (wie HP, RedIron) höhermargiger. Die von den Partnern erbrachten Dienstleistungen laufen nicht durch die GuV der GK und tauchen dementsprechend nicht als Materialkosten o.ä. auf.

**Personalkosten sind der  
wichtigste Kostenblock**

Mit einem Umsatzanteil von rund 60% (2013e) sind die Personalkosten der mit Abstand größte Kostenblock in der GuV der GK Software. Da ein großer Teil des Personals mit der

**Hoher Anteil der  
Mitarbeiter im F&E-  
Bereich, Standort bringt  
erheblichen  
Kostenvorteil**

**GK-Kerngeschäft:  
Rückkehr zu  
historischen  
Margenniveaus**

**AWEK: Stabiles  
Dienstleistungsgeschäft  
mit 10%igen Margen**

**Kapitalerhöhung soll  
Expansion  
beschleunigen...**

**..solide Bilanzrelationen  
ermöglichen Zukauf in  
den USA**

**Werthaltige Forderungen  
- Geringe  
Verbindlichkeiten**

Weiterentwicklung der GK/Retail-Lösung befasst ist, lässt sich dieser Kostenblock mit wachsendem Umsatz gut skalieren.

Die Forschungs- und Entwicklungskosten in Relation zum Umsatz sind bei GK mit rd. 10% im Vergleich zu den Peer-Unternehmen ohnehin schon überdurchschnittlich. Hierbei unberücksichtigt bleibt aber zudem noch, dass GK in unseren Augen über einen standortbedingten Wettbewerbsvorteil (F&E-Standort Pilsen) verfügt und das Unternehmen bei vergleichbaren Personalkosten im F&E-Bereich die höchste F&E-Quote innerhalb der Peer-Gruppe besitzen würde.

Nach einem margenschwachen Jahr 2012 ist GK in seinem Kerngeschäft (ohne die übernommene AWEK) gegenwärtig auf dem Weg zurück zu historischen Margenniveaus (18%-23%) – wir gehen davon aus, dass das untere Ende der Bandbreite 2015 erreicht werden wird. Für 2013, stand nach 9 Monaten noch ein negatives EBIT i.H.v. € -0,75 Mio. zu Buche. Bedingt durch ein starkes Schlussquartal (Q4 2013 Umsatz: € 13,8 Mio., EBIT: € 2 Mio.) konnte das Unternehmen ein positives Jahresergebnis erzielen – obwohl GK in Q4 nochmal verstärkt in die eigene Standardlösung investierte, um diese von der Programmarchitektur für Dritte/Partner zugänglicher zu machen. Die SAP-Kooperation und damit verbundene Vertriebsfolge in den USA dürften das Margenniveau tendenziell erhöhen (hoher Softwareanteil), in der Anfangszeit jedoch ergeben sich noch Margenbelastungen aus dem verstärkten Einsatz eigener Mitarbeiter (aus Europa) in Nordamerika-Projekten.

Die 2012 übernommene AWEK betreibt ein stabiles IT-Service-Geschäft. Nach der Eingliederung in den GK Konzern und dem Abschluss von Restrukturierungen sollte das Unternehmen eine operative Marge von rund 10% beitragen. Der Umsatzanteil der AWEK dürfte auch in den kommenden Jahren bei etwa 25% liegen und bei hoher Stabilität langsamer wachsen als das angestammte GK-Geschäft.

## **Bilanz**

Durch die Kapitalerhöhung um 100.000 Aktien, die vollumfänglich durch SAP gezeichnet wurden (zu € 37,82 pro Aktie), sollten der Gesellschaft netto etwa € 3,6 Mio. zugeflossen sein (den Mittelzufluss haben wir zum 1.1.2014 erfasst). Durch die ab dem 1.1.2014 gewinnberechtigten Aktien erhöht sich die Eigenkapitalquote auf rd. 69%. Die Motivation der Kapitalerhöhung sehen wir aber in der Stärkung der Expansion im wichtigen Markt Nordamerika.

Für eine Expansion in den USA könnte ein kleinerer Unternehmenszukauf sinnvoll sein. Der nach der Kapitalerhöhung deutlich angewachsene Kassenbestand bietet hierfür Spielräume. Sollten sich keine Zielunternehmen zu realistischen Preisen finden lassen, so wäre auch ein rein organischer Organisationsaufbau möglich. Der Nukleus in den USA (5-6 Personen) wird ohnehin organisch aufgebaut, Ziel ist es zum Ende des Jahres etwa 30 Mitarbeiter in den USA zu beschäftigen.

Wesentliche Bilanzposition bei GK sind die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen (i.H.v. 9,7 Mio. zum 30.09.2013) die sich im typischerweise starken Jahresendgeschäft weiter aufbauen. Bedingt durch die Kundenstruktur (große Handelskonzerne) und keine nennenswerten Forderungsausfälle in der Unternehmenshistorie stufen wir die Forderungen aus Lieferungen

und Leistungen als werthaltig ein. Die zinstragenden Verbindlichkeiten belaufen sich auf rund etwas über € 3 Mio.

### Free-Cash-Flow-Bewertung

**FCF: Fairer Wert für GK  
bei:  
€ 51,73**

**Annahmen: Beta 1,5;  
WACC bei 9,8%;  
Zielkapitalstruktur  
60:40**

Den fairen Wert für GK SOFTWARE haben wir aus einem Free-Cash-Flow-Modell und einer Peer-Group-Bewertung hergeleitet. Gemäß der Free-Cash-Flow-Methode erhalten wir ein Kursziel von € 51,73.

Für die Free-Cash-Flow-Bewertung haben wir ein Beta von 1,5 angenommen. Bei der Beta-Schätzung handelt es sich um eine ex-ante Betrachtung. Begründung für das Beta ist die geringe Liquidität der Aktie. Ferner haben wir bei der Bewertung nach der Free-Cash-Flow-Methode eine Risikoprämie und einen Fremdkapitalzins von jeweils 5% angesetzt, den für GK SOFTWARE relevanten Spread schätzen wir angesichts der soliden Finanzlage auf 1%. Wir haben eine Zielkapitalstruktur von 60% (Eigenkapital) zu 40% (Fremdkapital) unterstellt, da dies in etwa der aktuellen Kapitalstruktur und den Eigenkapitalquoten der meisten Peer-Unternehmen entspricht. Mit diesen Werten erhalten wir ein WACC von 9,78%. Auch wenn 2013 noch nicht endgültig berichtet ist, haben wir zur Bewertung 2014 als Basisjahr herangezogen.

Tabelle 01: Free-Cash-Flow-Bewertung

(in € Mio.)	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	49,6	56,4	62,1	68,3	75,1	80,7	86,8	91,1	95,7	100	106
EBITDA	9,5	11,9	14,0	15,4	17,7	19,0	20,0	20,6	19,7	20,7	21,7
EBITDA-Marge (in %)	19,1	21,1	22,6	22,6	23,6	23,6	23,1	22,6	20,6	20,6	20,6
EBIT	6,7	8,7	10,5	11,6	13,5	14,5	15,2	15,5	14,3	15,1	15,8
EBIT-Marge (in %)	13,5	15,5	17,0	17,0	18,0	18,0	17,5	17,0	15,0	15,0	15,0
Steuern	2,0	2,6	3,2	3,5	4,1	4,4	4,6	4,6	4,3	4,5	4,7
+ Abschreibungen	2,8	3,2	3,5	3,8	4,2	4,5	4,9	5,1	5,3	5,6	5,9
- Investitionen	1,2	1,4	1,8	2,4	3,4	4,3	4,7	5,0	5,2	5,5	5,7
- Veränderung Working C.	1,8	1,7	1,4	1,6	1,7	1,4	1,5	1,1	1,1	1,2	1,3
Operativer Cash-Flow	4,5	6,2	7,7	8,0	8,6	9,0	9,2	9,9	9,0	9,5	10,0
Diskontierungsfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Wert operativer CF heute	4,1	5,1	5,8	5,5	5,4	5,1	4,8	4,7	3,9	3,7	3,6
Kum. oper. Cash-Flows	51,8										
Barwert des Restwertes	42,5										
Unternehmenswert	94,3										
- Nettoverschuldung	-1,4										
- Anteile Dritter	0,0										
Wert des Eigenkapitals	95,7										
Fairer Wert je Aktie in €	51,73										
WACC (in %)	9,78										
Langfr. Wachstumsrate	1,0%										

Quelle: Getinsight Research GmbH

### Umsatz-Annahmen

Für die Bestimmung der Free Cash Flows haben wir mehrere Phasen definiert – in 2014 gehen wir von einem Umsatzzuwachs von über 15% aus, getragen von dem Migros-Großprojekt und einer sich konkretisierenden internationalen Auftragspipeline. In den Jahren 2015 bis 2018 gehen wir von durchschnittlichen Wachstumsraten im knapp zweistelligen Bereich aus – was angesichts des technologischen Umbruchs im Retailbereich und produktseitiger Neuentwicklungen der GK konservativ sein sollte.

## Margenannahmen

Ab 2019 lassen wir die Wachstumsrate weiter sinken – für die Ermittlung des Terminal Values (Basisjahr 2024) rechnen wir mit einer Rate von einem Prozent.

Bezogen auf die operativen Margen haben wir in der kurzen Frist berücksichtigt, dass GK gegenwärtig produktseitig investiert (hat) und in den USA expandiert. Da sich aber auch der kundenseitige Investitionsstau zunehmend löst, sehen wir die 2014e EBIT-Marge (13,5%) deutlich über der 2013e Marge (3,8%). Da Auslandsprojekte gegenwärtig noch überwiegend mit eigenen Mitarbeitern abgedeckt werden (langfristig werden die Partner das in großen Teilen übernehmen) werfen diese unserer Meinung nach noch nicht die üblichen Margen ab. Bezogen auf die mittelfristige EBIT-Marge (17% bis 18%) in den Jahren 2016 bis 2019 bleiben wir bewusst unter den historischen Margen, die in den Jahren 2006 bis 2011 (mit Ausnahme des Jahres 2008) in Regionen zwischen 21% und 23,2% lagen. Die niedrigere Margenerwartung ist in erster Linie einer gewissen Vorsicht geschuldet und weniger der Margenverwässerung durch AWEK, der die Internationalisierung der Lizenzumsätze entgegenwirkt. Auch die „ewige“ Marge von 15% (die in den Terminal Value einfließt) ist für ein Softwareunternehmen eher konservativ.

## Sensitivitätsanalyse

Um die Sensitivität unserer Bewertung aufzuzeigen, haben wir Variationen an ewiger Wachstumsrate und den durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten für das Unternehmen vorgenommen. In unserer Bewertung haben wir für GK SOFTWARE ein WACC von 9,78% angenommen und erhalten einen fairen Wert von € 51,73 je Aktie.

Tabelle 02: Sensitivitätsanalyse

ewige Wachstumsrate	Gewichtete Kapitalkosten (WACC)							
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%
0,25%	74,80	64,28	56,23	49,87	44,73	40,49	36,94	74,80
0,50%	76,47	65,42	57,03	50,46	45,17	40,83	37,19	76,47
0,75%	78,27	66,63	57,89	51,08	45,63	41,17	37,46	78,27
1,00%	80,23	67,94	58,80	51,73	46,11	41,54	37,74	80,23
1,25%	82,37	69,35	59,77	52,43	46,62	41,92	38,03	82,37
1,50%	84,72	70,87	60,80	53,16	47,16	42,32	38,34	84,72
1,75%	87,29	72,51	61,91	53,94	47,72	42,74	38,66	87,29

Quelle: Getinsight Research GmbH

Peer Gruppe durch  
Omni-Channel Thematik  
geprägt

Software-Peers mit den  
höchsten Multiples..

..klassische Hardware-  
Anbieter setzen  
zunehmend auf Software

## Peer Vergleich

Die Peer Gruppe für GK SOFTWARE haben wir aus Unternehmen zusammengestellt, deren Wachstum eng mit der Omni-Channel-Thematik verbunden ist. Überwiegend handelt es sich dabei um (US-amerikanische) Software/IT-Unternehmen, aber auch auf den Retailbereich spezialisierte Hardware-Anbieter sind in der Peer berücksichtigt, sofern diese von einem bevorstehenden technologischen Umbruch profitieren.

Die Software-Unternehmen weisen innerhalb der Peer Gruppe erwartungsgemäß die höchsten Multiples auf.

**MICROS Systems Inc.** ist ein Anbieter von Unternehmensanwendungen für Handel (Umsatzanteil 2013: 38%), Gastronomie (25%) und Hotels (37%). Im Retail-Segment adressieren die Lösungen der MICROS die Themen „Store“, „Direktverkauf“ und Cross-Channel – auch neue Themen wie Mobile werden abgedeckt. Aufgeführte Referenzen sind u.a. Geox, Chico´s, Abercrombie & Fitch, Gucci America, IKEA und Hugo Boss. Der reine Lizenzumsatz am Konzernumsatz betrug 2013 „nur“ 11%, den Großteil am Umsatzmix bilden die Services (68%), der Hardwareanteil liegt bei 21%.

**Manhattan Associates Inc.** bietet seinen Kunden Lösungen für die Themen Supply Chain Management/Logistik, dabei setzt das Unternehmen seit 2005 auf webbasierte Anwendungen. Der Lizenzanteil an den Konzernumsätzen lag 2012 bei ca. 16%, Umsatz-Schwerpunkt sind (IT-)Services, die 76% des Umsatzes ausmachen. Nach eigenen Angaben zählt das Unternehmen mehr als die Hälfte der Top20 Retailer zu seinen Kunden, als Referenzkunden der Softwarelösung nennt das Unternehmen u.a. Tesco und adidas. Zwar nennt das Unternehmen keinen konkreten Umsatzanteil mit Retailkunden, wir stufen diesen jedoch als hoch ein – immerhin steht die „Omni-Channel Revolution“ an erster Stelle auf der Unternehmensagenda.

**Demandware Inc.**, ein Unternehmen das vergleichbar mit der 2013 durch SAP erworbenen Hybris ist, aktuell vom Markt mit dem 11-fachen des 2014e-Umsatzes bewertet. Demandware bietet seine Software-Lösungen ausschließlich On-Demand/SaaS an und verfolgt den Omni-Channel-Ansatz aus der eCommerce-Welt kommend. Ende 2012 zählte das dynamisch wachsende Unternehmen 151 Kunden aus dem eCommerce/Retail-Bereich. Namhafte Referenzen sind unter anderem adidas, Puma, L'Oréal (USA) und s.Oliver.

**QLIK Technologies** ist im Bereich Big Data/BI-Lösungen aktiv, Omni-Channel-Performance, Kampagnen- und Store-Performance, sowie die Effizienz der Lieferketten sind zentrale Themen für die Qlik-Kunden aus dem Retail/Wholesale-Bereich. Mit zunehmender Datentiefe und Echtzeitverfügbarkeit wächst die Möglichkeit zur effizienten Datenauswertung. Qlik ist in 100 Ländern aktiv, neben Projekten mit lokalen Retailern finden sich auch (thematisch begrenzte) Referenzprojekte bei EDEKA, Spar und Carrefour.

**Wincor Nixdorf** und die US-amerikanische **NCR** sind einander ähnliche Unternehmen: Beide haben ihre Wurzeln im Hardwaregeschäft und versuchen zunehmend den Softwareanteil auszubauen. Beide setzen hierbei auch auf Akquisitionen kleinerer Software-Unternehmen. Beide Unternehmen eint ebenfalls, dass der Handel nicht das einzige bediente Segment ist.

### Weiterer potenzieller Gewinner des Omni-Channel-Ansatzes

Bei **Wincor** entfielen 34,5% der Konzernumsätze im letzten Geschäftsjahr (12/13) auf den Bereich „Retail“ (der Rest entfiel auf Banking). Referenzen des letzten Geschäftsjahres sind u.a. IKEA und Aldi Nord. Software/Services-Umsätze (Wincor splittet nicht näher auf) verantworteten im vergangenen Geschäftsjahr 48% des Umsatzmixes. Anfang 2014 hat Wincor mit dem Erwerb der DATEC den eigenen Softwarebereich verstärkt.

**NCR**, die rd. 29% ihrer Umsätze im Bereich Retail erwirtschaften, möchten ihren Software-/SaaS-Anteil bis 2016 auf 16% bis 17% steigern (2012: 10%). NCR Referenzen im Retail-Segment sind u.a. Barnes & Noble, Carrefour, Tesco und Shell. Das Retail-Segment der NCR erfährt 2013 einen (anorganischen) Wachstumsschub (Guidance 24% bis 26%) und gewinnt dadurch gegenüber den übrigen Segmenten (Financial Services, Hospitality, Emerging Industries) deutlich an Gewicht.

Die 1969 gegründete **Zebra Technologies** sieht sich als Weltmarktführer im Bereich RFID- und Barcode-Printer. Die Gesellschaft bietet u.a. POS-Lösungen (RFID-Lösungen) an und könnte von Themen wie Self-Checkout profitieren. Die F&E-Quote ist (ebenso wie die Margen) für ein sehr hardwarelastiges Unternehmen (inkl. Zubehörgeschäft) ungewöhnlich hoch – was für eine hohe Innovationskraft spricht. Obwohl die Umsätze nahezu 1 Mrd. USD betragen und das Unternehmen in 100 Ländern aktiv ist, entfielen 2012 über 40% der Umsätze auf die Top3 Kunden.

Tabelle 03: Positionierung der Peer-Unternehmen

Unternehmen	Mkap in € Mio.	Umsatz 2012	Anteil Retail- (letzter GB)	Software-umsatz vs. Konzernumsatz	Serviceumsatz vs. Konzernumsatz	Hardware-umsatz vs. Konzernumsatz	F&E zu Umsatz (letzter GB)
Micros Systems	3008,5	1107,5	38%	11%	68%	21%	6,6%
Manhattan Associates	1907,9	376,3	n.a.	16%	75%	8%	11,9%
Demandware	1186,5	79,5	100%	85%	15%	0%	19,0%
QLIK	1551,8	388,5	n.a.	61%	39%	0%	10,3%
Wincor Nixdorf	1604,6	2343,0	38%	48%		52%	4,2%
NCR	4106,9	5730,0	29%	10%	44%	46%	3,8%
Zebra Technologies	2540,9	996,2	n.a.	5%		95%	8,8%
Mittelwert	2458,2	741,9	51,3%	n.m.	n.m.	32%	9,2%
GK Software	75,8	28,4	100%	13,5%	81,9%	5%	10,0%

Quelle: Factset, getinsight Research GmbH

Tabelle 03 erleichtert die Einordnung der Peer-Unternehmen, die zwar sämtlich von anziehenden Omni-Channel-Investitionen profitieren würden, jedoch in unterschiedlichen Bereichen innerhalb der Retail-IT: Die „hardwarelastigen“ Peers (insbesondere Wincor und NCR) zeichnen sich durch unterdurchschnittliche F&E-Quoten aus. Interessanterweise ist die F&E-Quote der Zebra trotz des dominierenden Hardwaregeschäftes fast durchschnittlich – dies könnte (neben den Multiples) ein starkes Indiz sein, dass auch ausgewählte Hardwareanbieter massiv von Omni-Channel-Investitionen des Handels profitieren können und sich mit Neuentwicklungen positionieren.

### Standort-Vorteil unterzeichnet F&E-Quote der GK

Bei Demandware, QLIK und Manhattan Associates zeigt die Relation von Umsatz (2012) und Marktkapitalisierung (aktuell) sehr gut, wieviel Fantasie der Markt diesen Geschäftsmodellen zubilligt, während F&E-Quoten von bis zu 19% des Umsatzes den Willen zur Technologieführerschaft unterstreichen. Die F&E-Quote der GK Software (10% in 2012) ist durch den standortbedingten Kostenvorteil beeinflusst, bei vergleichbarer Kostenstruktur zu den

Software-Peers läge der Wert unseres Erachtens bedeutend höher. Rund 350 der ca. 570 Mitarbeiter waren (Stand 30.09.2013) in den Bereichen Forschung und Entwicklung tätig. (Eine kleine Schwäche des Profil-Vergleiches ist auch, dass Wartungsumsätze wohl bei einigen Unternehmen den Lizenzlöhnen zugeschlagen werden, bei anderen wie GK dagegen nicht).

**GK SOFTWARE:  
Überdurchschnittliche  
Margen,  
überdurchschnittliches  
Wachstum – aber eine  
Größenklasse kleiner als  
die Peers**

Im Vergleich zu den Peer Unternehmen erreicht GK in 2014e überdurchschnittliche Margen und überdurchschnittliches Wachstum (selbst wenn Zukäufe bereinigt werden). Das Ergebniswachstum der GK ist dagegen nur eingeschränkt aussagefähig, da 2012 ein sehr schwaches Basisjahr war und wir davon ausgehen, dass GK bis 2015 eine Rückkehr zu historischen Margenniveaus gelingt. Überdurchschnittliche Nettomargen weisen interessanterweise aber nicht nur die Softwareunternehmen auf, sondern neben Manhattan Associates und Micros Systems auch Zebra (das Unternehmen mit dem höchsten Hardwareanteil im Umsatzmix). Bezogen auf die EK-Quote bilden Wincor und NCR mit Werten unter 30% eine absolute Ausnahme in der Peer – alle übrigen Unternehmen weisen Werte um 60% und mehr auf.

Tabelle 04: Margen, Kapitalstruktur und Wachstumsraten

Unternehmen	EBITDA-Marge 2014e	EBIT-Marge 2014e	Nettomarge 2014e	EK-Quote aktuell	EKR 2014e	Umsatz CAGR (2012-2015e)	EBITDA CAGR (2012-2015e)	EBIT CAGR (2012-2015e)	EPS CAGR (2012-2015e)
Micros Systems	23,2%	21,1%	15,3%	70,4%	18,0%	8,1%	7,3%	5,9%	8,0%
Manhattan Associates	28,6%	27,2%	17,1%	61,7%	47,3%	9,0%	14,9%	15,7%	16,3%
Demandware	2,2%	-1,7%	-2,0%	58,4%	-3,2%	32,8%	44,7%	n.m.	n.m.
QLIK	11,6%	9,8%	6,4%	61,2%	13,9%	18,5%	27,4%	27,7%	30,7%
Wincor Nixdorf	8,6%	6,2%	4,7%	27,2%	31,4%	4,5%	10,5%	21,0%	23,9%
NCR	15,4%	11,9%	7,7%	22,9%	33,5%	8,0%	23,1%	59,5%	13,6%
Zebra Technologies	20,7%	17,5%	14,2%	88,6%	17,8%	4,6%	5,8%	7,8%	9,2%
<b>GK Software</b>	<b>19,1%</b>	<b>13,5%</b>	<b>9,6%</b>	<b>63,9%</b>	<b>16,4%</b>	<b>25,7%</b>	<b>60,9%</b>	<b>123,4%</b>	<b>110,2%</b>
Mittelwert	16,2%	13,2%	9,1%	56,8%	21,9%	13,9%	24,3%	37,3%	16,9%

Quelle: Factset, getinsight Research GmbH

### Größenabschlag bei GK

Den fairen Wert aus dem Peer-Vergleich ermitteln wir als Durchschnitt der Vergleiche auf Basis der Jahre 2014 und 2015.

Wenig überraschend weisen die wachstumsstärksten Unternehmen auch die mit Abstand höchsten Multiples auf. Demandware und QLIK (jeweils hell hervorgehoben) sind in die Peer-Bewertung 2014 und 2015 **nicht** eingeflossen, da dies zu erheblichen Verzerrungen führen würde. Da GK Software, bezogen auf Umsatz und Marktkapitalisierung, deutlich kleiner ist als die Vergleichsunternehmen haben wir zudem einen Bewertungsabschlag von 20% auf den Fairen Wert vorgenommen.

Tabelle 05: Peer-Bewertung (Basisjahr 2014)

Unternehmen	Mkap in € Mio.	KGV 2014e	EV/Umsatz 2014e	EV/EBITDA 2014e	EV/EBIT 2014e
Micros Systems	3008,5	20,6	2,7	11,6	12,7
Manhattan Associates	1907,9	34,4	5,6	19,7	20,8
Demandware *	1186,5	-586,9	11,0	507,4	-661,8
QLIK *	1551,8	60,3	3,5	29,8	35,2
Wincor Nixdorf	1604,6	13,4	0,7	7,9	10,9
NCR	4106,9	10,7	1,2	7,7	10,0
Zebra Technologies	2540,9	23,1	3,2	15,5	18,3
Mittelwert	2458,2	20,4	2,7	12,5	14,5
GK Software	75,8	16,0	1,5	7,9	11,1
		54,16	74,99	66,81	55,08
Größenabschlag					20%
Fair Value					50,21

Mit "\*" markierte Unternehmen sind **nicht** in die Peer-Bewertung eingeflossen  
Quelle: Factset, getinsight Research GmbH

Tabelle 06: Peer-Bewertung (Basisjahr 2015)

Unternehmen	Mkap in € Mio.	KGV 2015e	EV/Umsatz 2015e	EV/EBITDA 2015e	EV/EBIT 2015e
Micros Systems	3008,5	18,4	2,5	11,0	11,8
Manhattan Associates	1907,9	31,3	5,2	17,7	18,5
Demandware *	1186,5	586,9	8,2	152,2	461,3
QLIK *	1551,8	41,6	3,0	22,0	25,0
Wincor Nixdorf	1604,6	12,0	0,7	7,4	9,7
NCR	4106,9	9,3	1,1	6,7	8,7
Zebra Technologies	2540,9	20,5	3,0	14,3	16,7
Mittelwert	2458,2	18,3	2,5	11,4	13,1
GK Software	75,8	12,1	1,3	6,3	8,5
		64,06	79,68	76,75	64,73
Größenabschlag					20%
Fair Value					57,04

Mit "\*" markierte Unternehmen sind **nicht** in die Peer-Bewertung eingeflossen  
Quelle: Factset, getinsight Research GmbH

**Peer-Bewertung: Fair  
Value bei € 53,63**

**Gewichtetes Kursziel bei  
€ 52,68**

Die gewichtete Peer-Bewertung der Basisjahre 2014e und 2015e ergibt für GK Software einen fairen Wert von € 53,63 pro Aktie.

Während die DCF-Methode einen Fairen Wert von € 51,73 pro Aktie liefert, liegt der gemäß Peer-Gruppen-Vergleich ermittelte Faire Wert bei € 53,63. Das Kursziel, das wir mit einer Gleichgewichtung beider Bewertungsmethoden ermittelt haben, liefert einen fairen Wert von € 52,68 je Aktie.

## ■ SWOT-Analyse

### Stärken

- ◆ Die Partnerschaft mit SAP schafft eine deutlich breitere Vertriebsbasis und erleichtert die Ansprache großer internationaler Kunden.
- ◆ Wettbewerbsvorteile durch führende Technologie (Datentransfer, Integration von Peripheriegeräten, Innovationen) und Kostenführerschaft bei Forschung und Entwicklung (Standort Pilsen)
- ◆ Starke Marktpositionierung in Deutschland/DACH mit zahlreichen namhaften Referenzen.
- ◆ Die beiden Gründer und Vorstände sind weiterhin mit zusammen über 50% maßgeblich am Unternehmen beteiligt.
- ◆ Mit Migros (Schweiz) und EDEKA (Deutschland) hat GK SOFTWARE in den letzten Jahren prestigeträchtige Referenzprojekte akquirieren können, die eine europaweite Strahlkraft besitzen.
- ◆ Das Unternehmen verfügt über eine starke Bilanz (30.09.2013: EK-Quote 66,2%, Nettoliquidität € 11,4 Mio.). Dies ist auch bei Ausschreibungen von Bedeutung (da die Kunden einen langfristig zuverlässigen Partner benötigen).
- ◆ Die Produktkomplexität und strategische Positionierung bedingen eine hohe Kundenbindung.
- ◆ Im relevanten Marktsegment gehört GK SOFTWARE zu den Innovationsführern.
- ◆ Das Unternehmen ist gegenwärtig so aufgestellt, dass alleine durch das Grundrauschen eine schwarze Null erreicht wird. Großprojekte (Lizenzumsätze) kommen „on top“ und schlagen sich dementsprechend stark im Ergebnis nieder.
- ◆ Als Java-basierte Standardsoftware ist die GK Lösung unabhängig von bestimmter Hardware, spezifischen Endgeräten in den Filialen oder der verwendeten Betriebssystemen.

### Schwächen

- ◆ Das Geschäft ist gekennzeichnet von großvolumigen Projekten. Hierdurch kann sich der Geschäftsverlauf sehr volatil darstellen.
- ◆ In Relation zu Wettbewerbern ist GK SOFTWARE eher klein.
- ◆ Die angestammten Marktsegmente in Deutschland sind durch GK bereits sehr gut erschlossen. Im Ausland verfügt GK noch nicht über ähnlich hochwertige Referenzen, hat in SAP aber einen starken Vertriebspartner gefunden.
- ◆ Im Vergleich mit anderen Herstellern von Standardsoftware ist der Umsatz je Mitarbeiter noch gering. Durch den tschechischen Entwicklungsstandort sind jedoch auch die Personalkosten je Mitarbeiter geringer als bei Vergleichsunternehmen.
- ◆ Der Markt für Kassensysteme gilt als wettbewerbsintensiv – gerade in der jetzigen Situation (Omni-Channel-Ansätze) dürfte GK aber mit seinen technologischen Stärken (real-time Datenerfassung/-transfer) punkten können.
- ◆ Im für den Handel wichtigen und größten Regionalmarkt Nordamerika weißt GK derzeit erst einen Referenzkunden auf – allerdings ist die Ausdehnung der SAP-Kooperation auf Nordamerika auch erst im Mai 2013 erfolgt.
- ◆ Verwässerung des Umsatzmixes durch AWEK-Zukauf.

## Chancen

- ◆ Die Vertriebspartnerschaft mit SAP bietet der GK SOFTWARE gerade im Geschäft mit großen und internationalen Handelsketten zusätzliche Chancen. Die Partnerschaft ist nicht exklusiv.
- ◆ SAP, die 2013 von SAP übernommene Hybris und GK Software folgen einer gemeinsamen Omni-Channel-Vision, die die Bedürfnisse der Händler vollumfänglich abdecken kann.
- ◆ Der strategische Umbruch im Handel und der Druck auf die Händler den Kunden über mehrere Kanäle optimal erreichen zu müssen (Omni-Channel-Ansatz) zwingt den Handel IT-seitig „aufzurüsten“. Hiervon profitieren vor allem Anbieter mit technischer Alleinstellung.
- ◆ Großes Wachstumspotenzial besitzt das Unternehmen im Ausland. Die SAP-Kooperation ist hierbei eine wichtige Stütze der Internationalisierungsstrategie.
- ◆ Durch die Implementierungspartnerschaft mit HP und RedIron vermeidet GK Kapazitätsengpässe.
- ◆ Neue Branchen und Großprojekte helfen bei der Erweiterung der Funktionalitäten und erhöhen den Wert der Standardlösung auch für bestehende Kunden der GK/Retail- Lösung.
- ◆ Als Anbieter von Standardsoftware profitiert GK von Skaleneffekten – dieser Effekt lässt sich durch Implementierungspartnerschaften (wie zu HP und RedIron) noch verstärken.

## Risiken

- ◆ Es gibt in dem Markt in dem GK agiert wenige Kunden, diese sind jedoch sehr groß. Hierdurch kann es sein, dass Neuprojekte nicht kontinuierlich, sondern gehäuft zu bestimmten Zeiten auftreten.
- ◆ Die großen Handelsketten verfügen über eine hohe Marktmacht und könnten so Preise unter Druck bringen. Gegenwärtig ist dies nicht zu beobachten, gerade Software bietet gute Differenzierungsmöglichkeiten.
- ◆ Durch wachsende Bedeutung des Internets als Vertriebskanal könnten Händler geneigt sein den hierfür aufgewendeten Teil der IT-Budgets auszudehnen – zu Lasten anderer Bereiche.
- ◆ Die GK-Lösung erlaubt es den Webshop auf einer Ebene mit den Filialen zu integrieren (und so den Omni-Channel-Ansatz abbilden) – alternativ ist vorstellbar, dass Händler den Webshop als Ausgangspunkt nehmen und die Filialen dieser Struktur unterordnen. (Dann würden möglicherweise andere Softwarelösungen ins Zentrum rücken)
- ◆ Die Vertriebspartnerschaft mit SAP ist ein wichtiger Meilenstein für GK, das Unternehmen muss aber weiterhin aufpassen, dass sich keine einseitige Abhängigkeit zu diesem wichtigen Vertriebspartner entwickelt.
- ◆ Durch Cloud-Ansätze besteht die latente Gefahr eigene Service-Umsätze (vor Ort beim Kunden) zu kannibalisieren, ähnlich stellt sich die Situation bei der app-enabled POS dar, die möglicherweise in Teilen dazu führt, dass Change Requests abnehmen. GK kann sich an dieser Stelle aber nicht verweigern und insofern ist die Entscheidung der technischen Entwicklung weiter voranzuschreiten richtig.

## Standardsoftware- lösungen für den Handel

## AWEK-Zukauf stärkte das Service-Geschäft

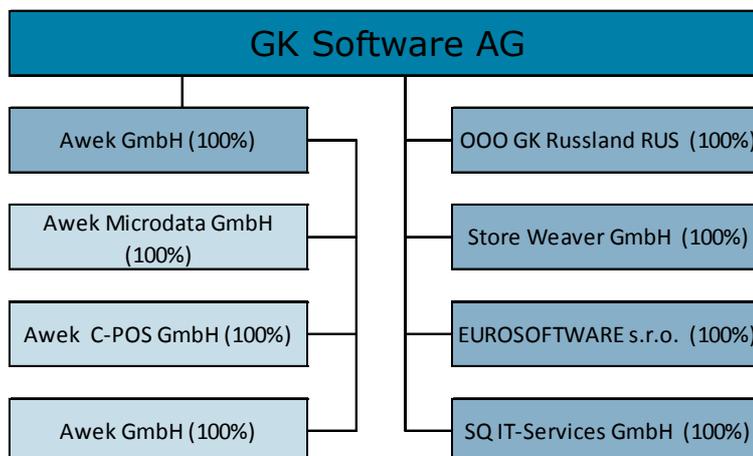
### ■ Unternehmensprofil

Die GK SOFTWARE AG mit Hauptsitz in Schöneck (Vogtland) ist ein technologisch führender Anbieter von Standardsoftware für Handelsunternehmen. Innerdeutsche Niederlassungen bestehen in Berlin, Köln, St. Ingbert und Bielefeld, zudem gibt es vier internationale Standorte in Pilsen/Tschechien, Zürich/Schweiz, Moskau/Russland und den USA. Von den weltweit rd. 570 Mitarbeitern, arbeiten rd. 350 in der Produktentwicklung, was den hohen technologischen Anspruch unterstreicht. Der Umsatz im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 lag bei € 42,5 Mio.

GK SOFTWARE ist ein stark auf die Weiterentwicklung und den Vertrieb der eigenen Standardsoftware GK Retail ausgerichtetes Unternehmen. Durch den 2012 erfolgten Zukauf der AWEK-Gruppe hat GK nicht nur das eigene Serviceangebot um einen Vor-Ort-Service erweitert (zuvor war lediglich ein Fernzugriff möglich), sondern auch eine Lösung hinzugewonnen, die ein Segment im Handel bedient für das die GK-Lösungen zu aufwendig und komplex sind.

Trotz einiger ergänzender Zukäufe in den vergangenen Jahren ist die Konzernstruktur weiter übersichtlich. Minderheiten existieren nicht.

Grafik 01: Organigramm



Quelle: GK SOFTWARE AG

Tabelle 07: Unternehmensgeschichte

Zeit	Ereignis
1990	Gründung der Gesellschaft als G & K Datensysteme GmbH in Schöneck (Sachsen), durch R. Gläß und S. Kronmüller.
1996/1997	Verlagerung des Branchenfokus auf den Einzelhandel und Java-basierte POS-Lösungen; Gründung der EUROSOFTWARE s.r.o. (Pilsen/Tschechische Republik)
1998	Erstes produktives Projekt mit einer Java-Kassenlösung
2000	Zertifizierung der Filiallösung GK/Retail für SAP
2001	Umwandlung der als G & K Datensysteme GmbH zur GK SOFTWARE AG
2002	Start des ersten Projektes mit GK/Retail Workflow bei Netto Markendiscout
2003	Einbringung der tschechischen Entwicklungstochter; erstes Projekt mit voller SAP-Integration
2004	Start des ersten produktiven Projektes mit GK/Retail Mobile bei Netto Markendiscout
2007	Erster produktiver Einsatz des GK/Retail Enterprise Storeweavers bei der EDEKA Minden-Hannover
2008	IPO der Gesellschaft; Beginn der internationalen Vermarktung; Gründung der Tochtergesellschaft StoreWeaver GmbH, Riehen (Schweiz)
2009	Übernahme der Solquest (Asset-Deal); Vereinbarung einer Vertriebspartnerschaft mit SAP
2010	Erstmals seit IPO schüttet GK eine Dividende aus; die Vertriebspartnerschaft mit SAP wird ausgeweitet
2011	Fressnapf wird der erste durch die SAP-Kooperation gewonnene Kunde
2012	Übernahme der AWEK-Gruppe
2013	Ausdehnung der SAP-Kooperation auf Nordamerika-Kooperation (5/13); Migros-Projekt (12/13)
2014	Mit Bentley Leathers Inc. wird im Januar der erste Kunde aus Nordamerika vermeldet

Quelle: GK SOFTWARE AG

## Geschäftsmodell und (Wachstums-)Strategie

### Produkte und Dienstleistungen

Kern des Geschäftsmodells der GK Software ist der Vertrieb der eigenen (modularen) Softwarelösungen (GK/Retail Business Suite und StoreWeaver). Hier hat sich das Unternehmen eine Innovations- und Technologieführerschaft erarbeitet, die u.a. in einer Vertriebspartnerschaft mit SAP mündete und seither u.a. durch auf die SAP-Welt zugeschnittene Weiterentwicklungen (bspw. die Entwicklung der schnellsten Kasse der Welt, basierend auf SAP HANA-Technologie).

Auf den ersten Blick hat GK mit rd. 10% im Vergleich zu den Peers nur eine leicht überdurchschnittliche F&E-Quote. Dieser Eindruck liegt jedoch nur an einem standortbedingtem Kostenvorteil den GK durch eine große F&E-Einheit in Tschechien realisiert. Mit 350 der rd. 570 Mitarbeiter sind etwas über 60% der Mitarbeiter in Forschung und Entwicklung tätig – im Vergleich mit Wettbewerbern ist dies ein Rekordwert. Der Wert gibt auch den Weg der GK Software vor: Derzeit verfügt die Software des Unternehmens vor allem in Deutschland über eine hohe Marktpenetration, es gilt also nun die eigene technologisch führende Lösung weltweit auszurollen und so von Skaleneffekten zu profitieren.

GK Software setzt bei seinen Lösungen auf ein modulares Prinzip, was den Kunden eine größtmögliche Flexibilität einräumt. Die Parameter der Standardlösung bieten ferner die Möglichkeit bei jedem Kunden die spezifischen Geschäftsprozesse und individuellen Besonderheiten (z.B. Bonuskartensystem) abzubilden. Des Weiteren verfügt die Software über eine zentrale Architektur, die es dem Kunden erlaubt selbst festzulegen wie zentral oder dezentral seine Lösung sein soll. Denkbar wäre sogar der Betrieb in einer (gehosteten) Cloud, die u.a. zur Reduzierung von Komplexitäten in der Filiale führt und so geringere Support/Wartungskosten vor Ort nach sich zieht. Die GK-Lösung ist off- und onlinefähig, d.h. es kann auch dann weitergearbeitet werden, wenn die Datenverbindung unterbrochen sein sollte.

Da die GK-Lösung von der genutzten Hardware- und des Betriebssystems unabhängig ist und bspw. Waagen und Leergutautomaten verschiedener Hersteller einbinden kann, verschafft dies dem Kunden eine gute Kostenkontrolle über eine komplexe IT-Landschaft. Neben den offenen Schnittstellen verfügt die Lösung über eine zertifizierte SAP-Schnittstelle und Interfaces zu den verbreiteten Warenwirtschaftssystemen.

Auf der diesjährigen EuroSHOP in Düsseldorf, der größten europäischen Retailmesse (16.-20.02.2014) stellte GK Software zahlreiche Neuheiten vor. Unter anderem „GK-in-the-cloud“. Der Cloud-Ansatz ermöglicht dem Handel Effizienzgewinne und Kostenvorteile und gewährleistet dabei die im Handel erforderliche Ausfallsicherheit über Sicherungsmechanismen und GK Smart Clients, die den Offline-Fall absichern. Cloud-Technologie ist zudem Voraussetzung für den Betrieb der Kasse auf Basis von SAP HANA. Weitere Messeneuheit war die „app-enabled POS“ – darunter ist eine neuartige Ausprägung der Kassensoftware zu verstehen, die speziell dafür ausgelegt ist Apps mit überschaubarem Aufwand in die Kasse zu integrieren. Hierdurch

**Produktwelt und Technologieführerschaft stehen im Zentrum**

**Über die Hälfte der Mitarbeiter sind im F&E-Bereich beschäftigt**

**Stärken in der Softwarearchitektur...**

**...und offene Schnittstellen**

**Zahlreiche Neuheiten zur EuroSHOP unterstreichen Innovationskraft**

**Positioniert an der Seite  
von SAP – aber offen für  
Non-SAP-Projekte**

kann der Handel – ohne zusätzlichen Entwicklungs- und Konfigurationsaufwand – die App direkt in das POS-System laden und so potenzielle Zukunftsthemen wie Dynamic Pricing und Awarding bei überschaubarem Aufwand abdecken.

Strategische Positionierung

Die technologischen Neuheiten weisen direkt den Weg zur strategischen Positionierung. So wurde auf der EuroSHOP erstmals in Europa eine vollständige Omni-Channel-Lösung gezeigt. Diese wird durch das nahtlose Zusammenspiel der GK-Filiallösung, dem SAP-Backend und dem SAP-Hybris-Webshop gebildet, zentraler Bestandteil ist der GK-Retail-Bus, der dem Datenaustausch dient. Aus Kundensicht sollte es ein Vorteil sein, ein Lösungsbündel an die Hand zu bekommen, dessen reibungsloses Zusammenspiel verbürgt ist – festgelegt ist der Kunde aber nicht, er kann einzelne Teile des Paketes (wie z.B. den Webshop) bei Bedarf auch durch Wettbewerberlösungen ersetzen.

**Produktweiterentwicklungen stärken das Band  
zu SAP**

Einige der Produktweiterentwicklungen und Produktneuentwicklungen der GK orientieren sich eng an der strategischen Marschrichtung der SAP und stärken so das Band zwischen beiden Unternehmen. Beispiele hierfür sind die erste SAP HANA-fähige Kasse und die Abstimmung der eigenen Lösungen auf SAP ERP und die Angebote der neuen SAP-Tochter Hybris.

**Skalierungsschlüssel  
SAP**

Vertriebsstrategie

Ein zentraler Baustein bei der Internationalisierung der Umsätze ist die Partnerschaft zu SAP. Hierdurch erreicht GK Software eine deutlich größere Reichweite als dies über den direkten Vertrieb möglich wäre. Auch der Zugang zu großen internationalen Kunden ist für den SAP-Vertrieb leichter herzustellen.

**Nordamerika wird  
wichtigster  
Auslandsmarkt**

Die USA sind für SAP in mehrfacher Hinsicht von besonderer Bedeutung: Die meisten der Top200 Retailer kommen aus den USA und der Retail-Sektor bietet mit seiner Datenfülle SAP wie kaum ein zweiter Markt die Möglichkeit die eigenen um den ERP-Kern gruppierten Lösungen/Technologien zu vertreiben (BI-Lösungen, SAP HANA, Cloud-Ansätze). GK Lösungen liefern hierfür das zentrale Bindeglied, den Datenaustausch. Wir gehen davon aus, dass Nordamerika daher für GK der mittelfristig wichtigste und umsatzstärkste Auslandsmarkt werden wird.

**GK als offizieller  
Migrationspfad für SAP  
Triversity**

GK wurde als offizieller Migrationspfad der SAP Retail-Lösung bestimmt. Obwohl Triversity über mehr als 200 Kunden in Nordamerika verfügt, gehen wir nur von rund einem dutzend Unternehmen aus, die den Migrationspfad binnen der kommenden drei Jahre folgen. Die Gründe hierfür sind vielfältig: Viele der Lösungen sind noch eher am Anfang ihres Produktlebenszyklus und viele der Altkunden benutzen SAP ERP nicht (die Übernahme der Triversity durch SAP erfolgte erst 2005). Für das Bewertungsmodell ist anzumerken, dass Kunden die dem offiziellen Migrationspfad folgen, keine initiale Lizenzgebühr zahlen. Dies mag einerseits ein Wettbewerbsvorteil sein (ein Anbieterwechsel ist so mit hoher Wahrscheinlichkeit teurer), bringt aber nicht die üblichen Projektmargen. Bentley Leather ist nicht über den Migrationspfad gekommen, sondern ein echter SAP Retail-Neukunde.

**Keine vertrieblichen  
Abhängigkeiten  
aufkommen lassen**

Trotz der Vertriebskooperation mit SAP ist es GK wichtig immer auch über einen eigenen direkten Vertrieb zu verfügen. Einerseits sichert dies einen frühen Zugang zum Kunden (SAP zieht GK hinzu wenn bereits ein gewisses Interesse besteht) und andererseits trägt ein eigener Vertriebskanal zu einer besseren Sichtbarkeit und einer geringeren Abhängigkeit vom Partner bei.

**Vorstand**

**Verkleinerter Vorstand..**

Nach erfolgter Umstrukturierung im November 2013 besteht der Vorstand der GK Software gegenwärtig aus dem Gründer und Vorstandsvorsitzenden Rainer Gläß sowie dem langjährigen Vorstandsmitglied André Hergert. Innerhalb des Vorstands verantwortet Herr Hergert die Bereiche Finanzen und Personal. Seit der Umstrukturierung des Vorstandes wird dieser von einem Group Management Board unterstützt.

**..und beratendes Board**

Das neu eingeführte Group Management Board besteht aus sechs Mitgliedern: Den beiden Vorständen, sowie Michael Jaszczyk (CTO), der darüber hinaus CEO der im Aufbau befindlichen US-amerikanischen Tochtergesellschaft ist. Weitere Mitglieder sind Achim Sieren (Bereichsvorstand Consulting und Solutions), Harald Kehl (Senior Vice President „Global Services“) und Stefan Krueger (Senior Vice President „Sales“).

**Aktionäre**

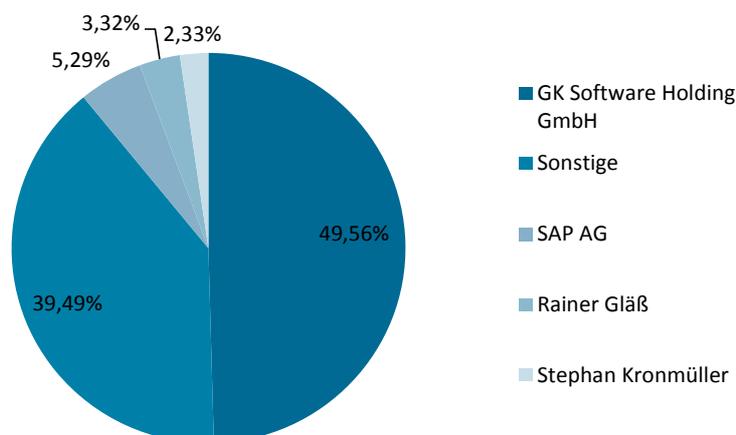
**Gründer verfügen  
weiterhin über  
Aktienmehrheit**

Auch nach der zum 1.1.2014 erfolgten Kapitalerhöhung befindet sich GK SOFTWARE weiterhin mehrheitlich in den Händen der Gründer: Größter Aktionär (mit 49,56%) ist die GK Software Holding, die beiden Gründern zu gleichen Teilen gehört. Der Vorstandsvorsitzende Herr Gläß hält direkt 3,32% am Unternehmen, der Mitgründer Herr Kronmüller 2,33%. Daneben haben mit der Deutschen Balaton und Scherzer zwei Institutionelle Investoren Positionen in GK SOFTWARE gemeldet, diese dürfte auch nach Verwässerung Anteile von über 3% aufweisen und sind in der nachstehenden Grafik innerhalb der sonstigen Aktionäre ausgewiesen.

**SAP besitzt 5,29% und  
ein Vorkaufsrecht bis  
Ende 2020**

GK-Kooperationspartner SAP besitzt seit der Kapitalerhöhung im Januar 2014, die vollständig durch SAP gezeichnet wurde, einen Stimmrechtsanteil von 5,29%. Die Stimmrechtsmeldung vom 17.12.2013, in der ein SAP-Stimmrechtsanteil von 58,3% gemeldet wurde, erklärt sich aus dem verschärften WphG (§ 25a): Bereits das vertraglich bis 31.12.2020 gültige Vorkaufsrecht (ohne Optionscharakter) reicht aus, um eine Meldepflicht auszulösen. Der Streubesitz bei GK SOFTWARE (gemäß Definition der deutschen Börse) liegt nach der Kapitalerhöhung nun bei 44,79%.

Grafik 02: Aktionärsstruktur



Quelle: GK SOFTWARE AG

**SAP-Einstieg keine Kursabsicherung, aber deutliches Signal für kommendes Geschäft in den USA**

Der Einstieg der SAP über eine Kapitalbeteiligung und das Vorkaufsrecht bis Ende 2020 stellen in unseren Augen keine direkte Kursabsicherung dar, zeigen aber zweierlei: 1.) Die Kooperation mit GK ist für SAP als Teil einer gemeinsamen Omni-Channel-Strategie und um eigene Produkte im Retail-Bereich platzieren zu können von großer Bedeutung. 2.) Das einfache Vorkaufsrecht unterbindet mögliche Störfeuer auf die SAP-Retail-Strategie, etwa durch einen Einstieg eines SAP-Wettbewerbers bei GK. Die Kapitalerhöhung soll den Kapazitätsaufbau der GK im wichtigsten Handelsmarkt, den USA, beschleunigen – ein Markt der für SAP von zentraler Bedeutung ist. Eine vollständige Übernahme der GK durch SAP sehen wir als unwahrscheinlich an, denn eine Call-Option seitens SAP besteht nicht. Vielmehr sehen wir die Hauptmotivation der SAP darin die eigene Geschäftsentwicklung im Retailbereich zu flankieren und Übernahmen der GK Software durch Dritte zu unterbinden bzw. die Möglichkeit zu schaffen diesen zuvorzukommen.

**Der Handel investiert  
rund 1% seiner Umsätze  
in IT.**

**2013: IT-Ausgaben des  
Retail-Sektors bei  
€ 130 Mrd.; Wachstum  
beschleunigt sich**

**Innovationsschübe als  
Budgettreiber**

**Konzentrierte  
Kundenstruktur, hohe  
jährliche  
Budgetschwankungen**

**GK/Retail besetzt eine  
zentrale Nische mit  
Schnittstellencharakter**

## ■ Markt und Wettbewerb

Die IT-Budgets des Handels liegen – je nach Segment – historisch zwischen 0,3% und 1,8% des Umsatzes. Über die Segmente hinweg ergibt sich hieraus national wie international ein gewichteter Durchschnitt von etwas über einem Prozent. Auch wenn diese Budgets nicht vollständig an externe Dienstleister vergeben werden, repräsentiert das extern adressierbare Volumen angesichts der Umsätze des Handels einen Milliardenmarkt.

Nach Schätzungen der Marktanalysten von PAC legten die IT-Ausgaben der Retail-Branche 2013 um 3% zu. Die IT-Ausgaben der Handelskonzerne legten 2013 demnach weltweit auf € 131 Mrd. zu, für 2014 wird eine Ausdehnung des Marktvolumens um 3,7% auf € 136 Mrd. erwartet. Davon entfällt jedoch jeweils ein Großteil auf Hardware und Outsourcing-Services. Auf die Felder in denen GK Software vorwiegend aktiv ist – „Project Services“ und „Software“ - entfallen € 15 Mrd. bzw. € 13 Mrd. Der tatsächlich für GK adressierbare Markt ist natürlich bedeutend kleiner, bietet aber dennoch enormes Wachstumspotenzial.

Die Dienstleister profitieren nicht nur von wachsenden Handelsumsätze (die die Budgets determinieren) und zunehmendem Outsourcing, sondern vor allem auch von Innovationsschüben, die IT-Investitionen erfordern und die (relativen) IT-Budgets springen lassen. Mit Omni-Channel/Multi-Channel besteht gegenwärtig unserer Einschätzung nach ein Innovationsthema von breiter Relevanz, das für ein mehrjähriges Ansteigen der IT-Budgets im Handel sorgen dürfte.

Im Retailbereich gibt es aus Sicht der IT-Dienstleister und Softwareunternehmen eine konzentrierte Kundenstruktur: Das Bild ist geprägt von wenigen großen (multinationalen) Handelsketten. Umfassende Projekte bei größeren Ketten sorgen mitunter für große Schwankungen des adressierbaren Marktvolumens. Die nachfolgende Grafik zeigt die Veränderungen der IT-Budgets in Deutschland in den vergangenen Jahren, in den übrigen Industrienationen dürfte die Entwicklung sehr ähnlich aussehen.

Tabelle 08: Jährliche Veränderungen der IT-Budgets (D)

	2009	2010	2011	2012
IT-Budgets an Anteil am Handelsumsatz	1,0%	1,3%	1,12%	1,14%
Prozentuale Veränderung des IT- Budgets (yoy)	n.a.	30%	-13,8%	1,8%

Quelle: EHI Retail Institute, eigene Kalkulation

Bei den Produkten der GK Software handelt es sich um spezielle Softwarelösungen für Handelsketten, sowie damit verbundene IT-Dienstleistungen (Support und Maintenance). Mit der eigenen Softwarelösung ist GK innerhalb großer IT-Projekte des Handels an einer zentralen Schnittstelle positioniert. Die tiefe Integration der

### Omni-Channel- Strategien bieten Wachstumschancen ...

### ... GK bedient die richtigen Themen...

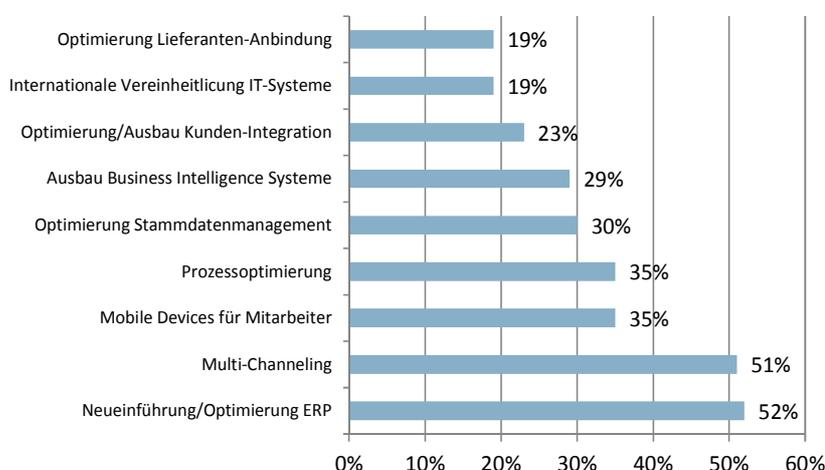
### ..und hat mit SAP den richtigen Partner

Daten aus den Filialen in das zentrale ERP-System sind Grundlage für Business Intelligence-Auswertungen, Absatzprognosen und effizienzsteigernde (logistische) Prozesse (z.B. Warenlieferungen zwischen den Filialen). Das potenziell adressierbare, jährliche Marktvolumen für GK Software (Software und Dienstleistungen) dürfte im einstelligen Milliarden Euro-Bereich liegen, ist aber nur unscharf abgrenzbar, da beim Vor-Ort-Service (einem von der AWEK übernommenen Geschäftsbereich) Händler mitunter über interne Ressourcen verfügen.

Interessant für den Investor ist, dass das von GK bediente Marktsegment derzeit vor einer strategischen Weichenstellung steht. Diese bietet vor allem (spezialisierten) IT-Unternehmen hervorragende Wachstumschancen. Durch umfassende Multi-Channel- oder Omni-Channel-Ansätze der Händler kommen Software- und SaaS-Ansätzen eine noch größere Bedeutung zu, aber auch das Hardwaregeschäft wird profitieren. So planen beispielsweise 87% der Händler den Zugriff auf die Warenwirtschaft mittels mobiler Endgeräte in den Filialen.

Ein Blick auf die IT-Themen, die gegenwärtig bei den Händlern hoch im Kurs stehen, unterstreicht die richtige Positionierung der GK: Fast alle genannten Themen setzen auf den Retail-Infrastrukturdaten auf und erfordern ein hohes Maß an Informationstiefe und Datenverfügbarkeit in Echtzeit.

Grafik 03: Mittelfristig anstehende strat. IT-Projekte



Quelle: „Trends in Handel 2013“ – EHI Retail Institute

Auf die Frage welche strategischen IT-Themen bei den Handelskonzernen mittelfristig im Vordergrund stehen nannten über die Hälfte ERP und Multi-Channel-Retailing: Hier ist GK durch die Partnerschaft mit SAP hervorragend aufgestellt, zusammen können die Unternehmen beides aus einer Hand anbieten. Auch für die anderen Topthemen wie Mobile Devices für Mitarbeiter (35%), Ausbau der Business Intelligence Systeme (29%) und optimiertes Stammdatenmanagement (30%) bildet die echtzeitfähige GK/Retail-Lösung die passende Dateninfrastruktur.

**Omni-Channel  
bezeichnet höchste Stufe  
der Multi-Channel-  
Ansätze**

**Stufen der Integration**

**Omni-Channel-Retailing:  
Erhöht die  
Kundenloyalität, schafft  
Upselling-Potenziale ...**

**..und kann auch die  
Prozesseffizienz  
(Lagerbestands-  
steuerung) verbessern**

**Omni-Channel schafft  
Voraussetzungen für  
weitere strategische  
Themen**

### **Exkurs: Multichannel-Integration**

Multichannel-Integration ist ein Oberbegriff, der genau genommen drei Integrationsstufen umfasst – von denen wiederum die Omni-Channel-Integration die höchste Integrationsstufe bildet. Dementsprechend haben Omni-Channel-Projekte die höchsten Ansprüche an Software und Hardware – vor allem bezogen auf Datenintegration, Verfügbarkeit und Echtzeitfähigkeit.

**Multi-Channel-Retailing** als unterste Integrationsstufe bezeichnet zunächst nur die Ansprache des Kunden über mehrere Vertriebskanäle des Händlers (etwa via Online, Mobile und über stationären Handel). Bei dieser Stufe der Integration wird nur sichergestellt, dass Preise und Promotion plattformübergreifend aufeinander abgestimmt sind. Die darunter liegenden Systeme dagegen werden komplett getrennt geführt. **Cross-Channel-Retailing** bietet als zusätzliche Möglichkeit Brückenfunktionen zwischen den Kanälen, es kann also bspw. ein online gekauftes Produkt im Laden abgeholt werden (*In-Store Pick up*). Auch beim Cross-Channel-Ansatz sind die Kanäle aber technisch wie organisatorisch noch getrennt. Die Verschmelzung der Absatzkanäle (Online, Stationär, Katalog, Mobil) in einem gemeinsamen Einkaufsumfeld findet erst beim **Omni-Channel-Retailing** statt, der dem Kunden ein durchgängiges und ggf. personalisiertes Einkaufserlebnis bietet. Produkt und Kundendaten sind zentralisiert und werden fortlaufend aktualisiert. Der Kunde hat Zugriff auf das Inventar („Was ist vorrätig im Laden“), unabhängig davon, welchen Absatzkanal der Kunde gewählt.

Es liegt auf der Hand, dass ein Omni-Channel-Ansatz die mit Abstand höchsten Anforderungen an die Softwarelösung im Hintergrund stellt. Der Händler muss in der Lage sein zu wissen, wofür der Kunde sich interessiert (passgenaue Angebote), muss dem Kunden darlegen können, wo welche Produkte zu bekommen sind („Ist die gewünschte Hose im Laden um die Ecke noch verfügbar oder lohnt es online zu bestellen? Wie lang wäre dann die Lieferzeit?“) und der Händler kann dieses Wissen auch nutzen, um den eigenen Umsatz zu steigern: Durch Kundentreue und Upselling (etwa indem ein zu der Hose passender Gürtel empfohlen wird).

Aber auch was die Lagerbestände und deren Allokation angeht eröffnen die verfügbaren Daten und die einheitlichen Systeme ein Mehr an Effizienz (geringere Kapitalbindung, bedarfsgerechte Verfügbarkeiten). Die GK/Retail-Lösung erfüllt alle nötigen Omni-Channel-Voraussetzungen wie z.B. der tiefen Datenintegration und der real-time-Verfügbarkeit. Aufsetzend auf den vorhandenen Daten ist es für Händler sinnvoll diese Daten auch mittels Business Intelligence auszuwerten (etwa um zu sehen, wann Empfehlungen besonders gut funktionieren), hierdurch würden weitere Klassen von Softwarefirmen von der etwa durch GK geschaffenen Dateninfrastruktur profitieren. Dementsprechend breit ist das Spektrum der (technologienahen) Unternehmen die von Omni-Channel-Investitionen profitieren, viele dieser (auch in der Peer-Gruppe vertretenen) Unternehmen bieten zu GK komplementäre Software/Dienstleistungen.

Omni-Channel erfordert eine hohe Datentiefe und eine Echtzeitverfügbarkeit von Daten – allein schon um Kundenanfragen und Verfügbarkeiten klären zu können. Gerade Business Intelligence-Anwendungen können sinnvoll auf der Datenfülle aufgesetzt werden. Es kann nachvollzogen werden wie

### Präferiert der Handel Lösungen aus einer Hand?

die Kundenansprache erfolgte, wo der Kunde sich über das Produkt informierte und über welchen Kanal letztendlich der Kauf getätigt wurde. Basierend auf derlei Informationen kann der Handel Kundenbindungsprogramme implementieren, die auf spezielle Kundenverhaltensweisen abgestimmt sind, aber auch sehen welcher Kunde sich für welche Produkte interessierte (ohne, dass ein Kauf getätigt wurde) und im Nachgang auf passende Aktionen aufmerksam machen.

In Omni-Channel-Projekten sind i.d.R. eine Vielzahl von Unternehmen involviert, weil der Kunde aus dem Handel für Spezialthemen die jeweils für ihn passenden Partner wählt. Das Zusammenspiel der Lösungen lässt sich mit gewissem Aufwand typischerweise gut in der Praxis umsetzen – eine Lösung aus einer Hand (weil die Partner ihre Lösungen im Vorfeld aufeinander abgestimmt haben) würde aber ein erhebliches Maß an Implementierungsaufwand einsparen. SAP, GK und die SAP-Tochter Hybris folgen dieser Idee und haben kürzlich eine nahtlos aufeinander abgestimmte Omni-Channel-Lösung vorgestellt – dies kann zumindest als konstruktiver Vorschlag an den Handel gesehen werden, der kostenseitig und durch bessere Integration überzeugt. Uns ist nicht bekannt, dass Wettbewerber über ein ähnlich aufeinander abgestimmtes System verfügen, gerade im Bereich ERP gibt es eigentlich kaum einen Weg an SAP vorbei (vor allem in Europa). Ein anderer möglicher Weg innerhalb größerer Projekte mehrere Themen (nahtlos) abzudecken sind Zukäufe.

### Omni Channel-Ansätze lösen rege Akquisitionstätigkeit bei großen Spielern aus.

Die größeren Spieler reagierten bereits mit strategischen Zukäufen, um für Omni-Channel-Investitionen des Handels optimal aufgestellt zu sein. Sichtbar wurde dies u.a. durch den Erwerb von **Hybris** durch **SAP (6/2013)**, der Beteiligung (mit Vorkaufsrecht) von **SAP** an **GK Software (1/2014)** sowie die dem Erwerb der „**DATEC Retail Systems a.s.**“ durch **Wincor Nixdorf (1/2014)**.

### Auch bei klassischen Hardwareherstellern rückt Software in den Fokus..

**Wincor Nixdorf** folgt damit seiner angekündigten Strategie eines Ausbaus des Softwaregeschäftes. Auch der USA-Konzern **NCR**, der ähnlich aufgestellt ist wie Wincor, generiert vorwiegend Umsätze mit Spezial-Hardware für die Endbranchen Retail und Finanzdienstleistungen. Auf einer letzten Analystenkonferenz in New York (11/2013) hat NCR erklärt den Softwareanteil (2013e: 12%) mittelfristig auf 16 bis 17% (in 2016) erhöhen zu wollen. Im Finanzbereich ist NCR mit dem Erwerb des spezialisierten Softwareherstellers „Digital Insight“ (Kaufpreis € 1,65 Mrd.) hier schon ein gutes Stück vorangekommen. Wir sehen in der Stärkung der Softwarekompetenz durch die führenden Hardware-Unternehmen aber eher eine defensive Maßnahme: Beide Unternehmen müssen sich auf die neuen Gegebenheiten und Kundenbedürfnisse besser einstellen. Dies ließe sich einerseits bei einem Angebot aus einer Hand besser darstellen, andererseits bietet Software mehr Differenzierungsmöglichkeiten. Zudem dürften Margenüberlegungen eine nicht unwesentliche Rolle spielen.

### ..ist aber keine Gefahr für spezialisierte Softwareanbieter

Wie bereits erwähnt werden bei größeren IT-Projekten typischerweise Aufgaben/Themenbereiche – insbesondere Hardware und Software – getrennt ausgeschrieben. Zwar benötigen gerade klassische Hardwarehersteller gewisse eigene Softwarekompetenzen, um nicht als austauschbar wahrgenommen zu werden. In konkreten Projekten dürfte es den etablierten Hardwareherstellern aber durch die eigene Software kaum gelingen spezialisierte Softwareanbieter zu verdrängen – wir bezweifeln daher, dass die Übernahme durch Wincor für DATEC eine große Hebelwirkung entfaltet. Wir glauben nicht, dass durch

**Omni-Channel Paket ein Pluspunkt**

**Fazit: GK ist produktseitig und vertrieblich hervorragend aufgestellt um an Omni-Channel-Investitionen zu partizipieren**

die Übernahmen von großen klassischen Hardwareherstellern kleinere lokaler Spieler im Softwarebereich zu einer echten Gefahr werden für etablierte und technologisch führende Anbieter von Softwarelösungen für den Handel.

Auch wenn die konkrete Auswahl der Technologiepartner letztendlich von individuellen Präferenzen abhängt und ein SAP-Kunde im Retailbereich nicht automatisch auch GK/Retail oder Hybris einsetzen muss, so ist die nahtlose aufeinander abgestimmte Omni-Channel-Lösung ein enormer Vertriebsvorteil: Das Zusammenspiel der Lösungskomponenten ist erwiesen (neue Schnittstellen etc. müssen nicht geschaffen werden), es werden Implementierungszeit und Kosten gespart und es können durch die vier Lösungen alle Omni-Channel-Aspekte ohne Redundanzen abgedeckt werden. Daneben bietet kein anderer Softwarehersteller eine so eng auf das SAP ERP und SAP HANA abgestimmte Lösung wie GK. Unter funktionalen Gesichtspunkten ist dies in unseren Augen deutlich höher einzustufen, als ein Angebotspaket aus Hard- und Software.

GK ist im Markt als einer der Technologie- und Innovationsführer positioniert. Durch die Partnerschaft zu SAP sollte es für GK leichter werden diese Stärken auch international kommunizieren zu können – zudem erhöht sich die Vertriebsreichweite durch die Partnerschaft enorm. GK lässt es jedoch nicht darauf beruhen und baut im wichtigsten Einzelhandelsmarkt der Welt, den USA, ein eigenes Team auf (das zum Jahresende 2014 bereits rd. 30 Mitarbeiter zählen wird). Die Implementierungspartnerschaften zu HP und RedIron stellen sicher, dass GK mittelfristig in den außereuropäischen Projekten immer über ausreichende Kapazitäten verfügt (ohne diese vollständig selbst vorhalten zu müssen). GK ist unserer Meinung nach produktseitig und durch den gestärkten Vertrieb hervorragend aufgestellt, um an Omni-Channel-Investitionen des Handels zu partizipieren – insbesondere verglichen mit den Bewertungsniveaus amerikanischer Spieler in diesem Markt ist diese Chance noch nicht ausreichend in der Bewertung berücksichtigt. Wir denken, dass große (Omni-Channel-)Projekte wie Migros ein wichtiges Signal an den Markt sind und andere große Einzelhändler bald folgen werden. Der Leuchtturmcharakter der Migros-Referenz wird GK dann zu Gute kommen.

## Gewinn- und Verlustrechnung\*

in € Mio.	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>31,753</b>	<b>28,426</b>	<b>42,460</b>	<b>49,556</b>	<b>56,412</b>	<b>62,053</b>
Bestandsveränderungen	0,000	-0,127	-0,190	-0,222	-0,253	-0,278
Aktiviert Eigenleistungen	1,489	0,748	0,422	0,493	0,561	0,617
Sonstige betriebliche Erträge	0,729	1,658	3,720	4,342	4,942	5,437
<b>Gesamtleistung</b>	<b>33,971</b>	<b>30,704</b>	<b>46,412</b>	<b>54,168</b>	<b>61,662</b>	<b>67,828</b>
Materialaufwand	-0,611	-0,673	-3,157	-1,376	-1,567	-1,723
<b>Rohergebnis</b>	<b>33,360</b>	<b>30,031</b>	<b>43,255</b>	<b>52,792</b>	<b>60,096</b>	<b>66,105</b>
Personalaufwand	-18,601	-19,773	-26,457	-28,053	-30,881	-33,113
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-6,158	-7,401	-13,155	-15,278	-17,317	-18,974
<b>EBITDA</b>	<b>8,601</b>	<b>2,858</b>	<b>3,643</b>	<b>9,461</b>	<b>11,897</b>	<b>14,018</b>
Abschreibungen/Amortisation	-1,947	-2,073	-2,374	-2,770	-3,154	-3,469
<b>EBIT</b>	<b>6,654</b>	<b>0,785</b>	<b>1,269</b>	<b>6,690</b>	<b>8,744</b>	<b>10,549</b>
Finanzergebnis	-0,085	0,035	0,006	0,039	0,149	0,251
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>6,569</b>	<b>0,819</b>	<b>1,275</b>	<b>6,729</b>	<b>8,893</b>	<b>10,800</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	-0,232	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-2,005	-0,144	-0,327	-1,724	-2,279	-2,767
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,564</b>	<b>0,675</b>	<b>0,716</b>	<b>5,005</b>	<b>6,614</b>	<b>8,033</b>
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	4,564	0,675	0,716	5,005	6,614	8,033
Gewichtete Anzahl Aktien	1,790	1,790	1,790	1,890	1,890	1,890
<b>EPS</b>	<b>2,55</b>	<b>0,38</b>	<b>0,40</b>	<b>2,65</b>	<b>3,50</b>	<b>4,25</b>
EPS bereinigt	2,55	0,38	0,40	2,65	3,50	4,25
DPS	0,50	0,10	0,13	0,52	0,68	0,83

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

in % des Umsatzes	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Gesamtleistung	107,0	108,0	109,3	109,3	109,3	109,3
Materialaufwand	-1,9	-2,4	-7,4	-2,8	-2,8	-2,8
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>105,1</b>	<b>105,6</b>	<b>101,9</b>	<b>106,5</b>	<b>106,5</b>	<b>106,5</b>
Personalaufwand	-58,6	-69,6	-62,3	-56,6	-54,7	-53,4
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-19,4	-26,0	-31,0	-30,8	-30,7	-30,6
<b>EBITDA</b>	<b>27,1</b>	<b>10,1</b>	<b>8,6</b>	<b>19,1</b>	<b>21,1</b>	<b>22,6</b>
Abschreibungen/Amortisation	-6,1	-7,3	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6
<b>EBIT</b>	<b>21,0</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>13,5</b>	<b>15,5</b>	<b>17,0</b>
Finanzergebnis	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,4
A.o. Ergebnis vor Steuern	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>20,7</b>	<b>2,9</b>	<b>3,0</b>	<b>13,6</b>	<b>15,8</b>	<b>17,4</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-0,5	-	-	-
Ertragssteuern	-6,3	-0,5	-0,8	-3,5	-4,0	-4,5
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoergebnis</b>	<b>14,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,7</b>	<b>10,1</b>	<b>11,7</b>	<b>12,9</b>
Bereinigungen	-	-	-	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	14,4	2,4	1,7	10,1	11,7	12,9

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

\*Umsatz, EBIT und EPS für 2013 wurden vorläufig berichtet

## Bilanz

in € Mio.	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>13,664</b>	<b>15,770</b>	<b>14,415</b>	<b>12,835</b>	<b>11,035</b>	<b>9,356</b>
Imm. Vermögensgegenstände	9,540	10,884	9,591	8,298	7,005	5,712
Sachanlagen	4,124	4,884	4,823	4,535	4,029	3,642
Finanzanlagen	0,000	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>29,084</b>	<b>26,462</b>	<b>29,084</b>	<b>39,333</b>	<b>47,062</b>	<b>55,745</b>
Vorräte	0,000	1,019	1,522	1,776	2,021	2,224
Forderungen aus LuL	11,945	11,629	17,370	20,273	23,077	25,385
Sonstige Forderungen	3,279	3,550	3,550	3,550	3,550	3,550
Kasse und Wertpapiere	13,859	10,265	6,642	13,734	18,414	24,586
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,727</b>	<b>1,826</b>	<b>1,826</b>	<b>1,826</b>	<b>1,826</b>	<b>1,826</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>43,475</b>	<b>44,058</b>	<b>45,325</b>	<b>53,994</b>	<b>59,924</b>	<b>66,927</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>28,231</b>	<b>28,187</b>	<b>28,956</b>	<b>37,328</b>	<b>42,965</b>	<b>49,706</b>
Rücklagen	28,231	28,187	28,956	37,328	42,965	49,706
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Rückstellungen</b>	<b>1,109</b>	<b>4,271</b>	<b>4,353</b>	<b>4,439</b>	<b>4,529</b>	<b>4,623</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>11,462</b>	<b>10,114</b>	<b>10,530</b>	<b>10,740</b>	<b>10,944</b>	<b>11,111</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,243	3,475	3,475	3,475	3,475	3,475
Verbindlichkeiten aus LuL	0,329	0,843	1,259	1,470	1,673	1,840
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	5,891	5,795	5,795	5,795	5,795	5,795
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>2,672</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>43,475</b>	<b>44,058</b>	<b>45,325</b>	<b>53,994</b>	<b>59,924</b>	<b>66,927</b>

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

in % der Bilanzsumme	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>31,4</b>	<b>35,8</b>	<b>31,8</b>	<b>23,8</b>	<b>18,4</b>	<b>14,0</b>
Imm. Vermögensgegenstände	21,9	24,7	21,2	15,4	11,7	8,5
Sachanlagen	9,5	11,1	10,6	8,4	6,7	5,4
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>66,9</b>	<b>60,1</b>	<b>64,2</b>	<b>72,8</b>	<b>78,5</b>	<b>83,3</b>
Vorräte	-	2,3	3,4	3,3	3,4	3,3
Forderungen aus LuL	27,5	26,4	38,3	37,5	38,5	37,9
Sonstige Forderungen	7,5	8,1	7,8	6,6	5,9	5,3
Kasse und Wertpapiere	31,9	23,3	14,7	25,4	30,7	36,7
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	<b>4,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>64,9</b>	<b>64,0</b>	<b>63,9</b>	<b>69,1</b>	<b>71,7</b>	<b>74,3</b>
Rücklagen	64,9	64,0	63,9	69,1	71,7	74,3
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Rückstellungen</b>	<b>2,6</b>	<b>9,7</b>	<b>9,6</b>	<b>8,2</b>	<b>7,6</b>	<b>6,9</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>26,4</b>	<b>23,0</b>	<b>23,2</b>	<b>19,9</b>	<b>18,3</b>	<b>16,6</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,1	7,9	7,7	6,4	5,8	5,2
Verbindlichkeiten aus LuL	0,8	1,9	2,8	2,7	2,8	2,7
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	13,6	13,2	12,8	10,7	9,7	8,7
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>6,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

## ■ Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	4,7	3,1	-2,4	4,9	7,0	9,3
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,7	-4,0	-1,0	-1,2	-1,4	-1,8
<i>davon Capex</i>	-2,4	-2,1	-1,0	-1,2	-1,4	-1,8
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-1,6	-2,7	-0,2	3,4	-1,0	-1,3
Veränderung der Zahlungsmittel	0,4	-3,6	-3,6	7,1	4,7	6,2
Flüssige Mittel am Ende der Periode	13,9	10,3	6,6	13,7	18,4	24,6

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

## Kennzahlen

	2011	2012	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	76,52	68,02	56,21	80,04	80,04	80,04
Enterprise Value (in Euro Mio.)	68,10	67,94	51,15	74,43	74,43	74,43
EV/Umsatz	2,14	2,39	1,19	1,50	1,32	1,20
EV/EBITDA	7,92	23,77	12,63	7,87	6,26	5,31
EV/EBIT	10,23	86,58	30,99	11,13	8,51	7,06
KGV (berichtet)	16,77	100,79	44,70	15,99	12,10	9,96
KGV (bereinigt)	16,77	100,79	44,70	15,99	12,10	9,96
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	11,42	15,63	15,03	10,18	8,12	6,90
Kurs/Buchwert	2,71	2,41	1,71	2,14	1,86	1,61
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	27,1%	10,1%	8,6%	19,1%	21,1%	22,6%
EBIT-Marge	21,0%	2,8%	3,0%	13,5%	15,5%	17,0%
Vorsteueremarge	20,7%	2,9%	3,0%	13,6%	15,8%	17,4%
Nettomarge	14,4%	2,4%	2,2%	10,1%	11,7%	12,9%
Free-Cash-Flow-Marge	13,4%	8,1%	5,6%	13,5%	15,1%	15,8%
ROE	17,4%	2,4%	3,3%	15,1%	16,5%	17,3%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	78,4	59,6	73,2	77,7	81,9	85,8
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,3	1,4	1,6	7,8	9,6	11,1
Anzahl Mitarbeiter	405	477	580	638	689	724
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	64,9%	64,0%	63,9%	69,1%	71,7%	74,3%
Gearing	-29,8%	-0,3%	-4,8%	-22,5%	-30,2%	-38,3%
Dividendenrendite	1,2%	0,3%	0,3%	1,2%	1,6%	2,0%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	3,74	2,43	1,90	4,16	5,22	6,14
Free-Cash-Flow pro Aktie	2,37	1,28	1,33	3,53	4,50	5,19
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	6,1%	7,3%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	7,7%	7,2%	2,4%	2,4%	2,4%	2,9%
Working Capital/Umsatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	30,5%	17,6%	25,6%	25,6%	25,6%	25,6%

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: getinsight Research GmbH**

**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst, und Benjamin Ludacka, Analyst.**

Die getinsight Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	20.06.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	16.08.2011	Kaufen	€ 50,90
GK SOFTWARE AG	08.09.2011	Kaufen	€ 52,70
GK SOFTWARE AG	14.11.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	14.12.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	06.03.2012	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	07.05.2012	Kaufen	€ 58,50
GK SOFTWARE AG	27.06.2012	Kaufen	€ 58,50
GK SOFTWARE AG	07.01.2013	Kaufen	€ 56,50
GK SOFTWARE AG	15.04.2013	Kaufen	€ 46,75
GK SOFTWARE AG	13.05.2013	Kaufen	€ 46,75
GK SOFTWARE AG	26.06.2013	Kaufen	€ 46,75
GK SOFTWARE AG	24.09.2013	Kaufen	€ 42,20
GK SOFTWARE AG	04.12.2013	Kaufen	€ 42,20

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, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die getinsight Research 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:  
(25.04.2014)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von  
Finanzinstrumenten:  
(Schlusskurse vom 23.04.2014)**

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. getinsight Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Der Geschäftserfolg von getinsight Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten, Wertpapierhandelsbanken und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

**Die getinsight Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen**

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten.
- betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der getinsight Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der getinsight Research GmbH zulässig.
3. 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.
4. Dieses von getinsight Research 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 getinsight Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann getinsight Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens getinsight Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von getinsight Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von getinsight Research GmbH berichtigt werden, ohne dass getinsight Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.