

19. Juni 2015
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

GK Software AG

Das Umsatzwachstum stimmt, das
Ergebnis (noch) nicht

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **33,00 Euro** | Kursziel: **40,40 Euro**

Analyst: Dr. Adam Jakubowski
sc-consult GmbH, Alter Steinweg 46, 48143 Münster

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

Telefon: +49 (0) 251-13476-93
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com
Internet: www.sc-consult.com

Inhaltsverzeichnis

Snapshot.....	3
Executive Summary	4
SWOT-Analyse	5
Profil	6
Marktumfeld	10
Zahlen	13
Equity-Story	17
DCF-Bewertung.....	19
Fazit	21
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	22
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	23
Impressum & Disclaimer.....	24

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	670
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	33,00 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	1,89 Mio. Stück
Market Cap:	62,4 Mio. Euro
Enterprise Value:	70,5 Mio. Euro
Free-Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	47,00 / 32,20 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	47,4 Tsd. Euro

Kurzportrait

Als Spezialist für Einzelhandels-Software hat sich GK Software als Marktführer in Deutschland etabliert und dabei eine beeindruckende Wachstumsstory geschrieben. Seit 2012 stößt das Unternehmen in seinem Kernmarkt allerdings an Wachstumsgrenzen, die zwar vorübergehender Natur sein sollten, sich aber bisher als nachhaltiger erwiesen haben als zunächst erwartet. Auch die naheliegende Ausweichstrategie, im Windschatten des Partners SAP verstärkt neue Wachstumspotenziale im Ausland und vor allem in Nordamerika zu suchen, hat sich als langwieriger und als kostspieliger erwiesen als erwartet. Umsatzmäßig beginnt die USA-Expansion inzwischen Früchte zu tragen, doch noch sind diese Erfolge zu gering, um die deutlich erhöhte Kostenbasis und die zumindest in der Übergangsphase reduzierte Profitabilität der Kundenprojekte zu kompensieren. Aus diesem Grund hat GK Software auch im ersten Quartal trotz des hohen Umsatzwachstums Verluste geschrieben, wir erwarten nach einer deutlichen Überarbeitung unserer Schätzungen auch für das Gesamtjahr nun ein negatives Ergebnis, sehen für die Aktie aber dennoch ausreichendes Potenzial, um unser „Buy“-Rating zu aufrechtzuerhalten.

GJ-Ende: 31.12.	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz (Mio. Euro)	28,4	42,5	44,6	58,0	65,6	72,1
EBIT (Mio. Euro)	1,2	1,0	-3,0	-0,3	3,5	6,4
Jahresüberschuss	1,1	0,6	-1,9	-0,6	2,2	4,3
EpS	0,59	0,34	-1,04	-0,32	1,14	2,28
Dividende je Aktie	0,00	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	-10,5%	49,4%	5,1%	30,0%	13,0%	10,0%
Gewinnwachstum	-77,0%	-42,8%	-	-	-	99,4%
KUV	2,19	1,47	1,40	1,07	0,95	0,86
KGV	59,3	103,8	-	-	28,9	14,5
KCF	19,61	34,11	-	26,93	9,71	8,60
EV / EBIT	57,1	67,4	-	-	19,9	11,0
Dividendenrendite	0,0%	0,8%	0,8%	0,0%	0,0%	0,8%

Executive Summary

- **Starke Marktposition:** GK Software ist in Deutschland der führende Software-Anbieter für den Einzelhandel. Das Unternehmen zählt mehrere der Branchengrößen zu seinen Kunden, im Lebensmittel-Discounthandel liegt der Marktanteil sogar über 40 Prozent.
- **Skalierbares und profitables Geschäft:** In der Vergangenheit hat GK Software die Ertragspotenziale des Geschäftsmodells bereits eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Bei hohen Wachstumsraten erzielten die Sachsen bis 2011 regelmäßig zweistellige Margen und hohe Cashflow-Überschüsse.
- **Innovations- und Technologieführerschaft:** Die starke Marktstellung beruht auf dem hohen Innovationsgrad der Software, die einen sehr großen Funktionsumfang mit einer ausgeprägten Modularität und Flexibilität verbindet.
- **Enge SAP-Partnerschaft:** Die Qualität der GK-Produkte hat auch SAP überzeugt, die die Software seit 2011 an eigene Einzelhandelskunden vertreibt. Inzwischen sind aus der Partnerschaft bereits 18 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen.
- **Megatrend Omnichannel:** Entwicklungen wie der Siegszug des mobilen Internets und das Zusammenwachsen unterschiedlicher Vertriebskanäle (Stichwort Omnichannel) bedeuten für den Einzelhandel weitreichende Umwälzungen, die ohne moderne IT-Strukturen kaum zu bewältigen sind und die deswegen für einen deutlich höheren Bedarf an spezialisierten IT-Lösungen sorgen sollten.
- **Ergebniseinbruch seit 2012:** Die anhaltende Investitionszurückhaltung deutscher Einzelhändler in Verbindung mit hohen Vorlaufkosten für die Expansion im Ausland haben in den letzten Jahren die ehemals beeindruckende Profitabilität aufgezehrt, im letzten Geschäftsjahr musste GK Software erstmals einen Verlust ausweisen. Nach dem ergebnisschwachen ersten Quartal ist auch im laufenden Jahr ein negatives Ergebnis nicht ausgeschlossen.
- **Strategische Übernahme in den USA:** Die Sachsen setzen inzwischen große Hoffnungen auf den amerikanischen Markt, auf dem sie zuletzt wichtige Vertriebsfolge erzielen konnten. Mit der Übernahme der Retail-Sparte von DBS wurde die Position in den USA entscheidend verbessert.
- **Geduld notwendig:** Die grundsätzliche Positionierung, die Marktperspektiven und die eingeschlagene Strategie sprechen für GK Software. Allerdings erweist sich die Transformation vom deutschen Marktführer zu einem globalen SAP-Partner als deutlich langwieriger und kostspieliger als gedacht. Wir haben deswegen unsere Ergebnisschätzungen deutlich reduziert, sehen für die Aktie aufgrund der Übernahmephantasie aber dennoch ausreichend Potenzial.

SWOT-Analyse

Stärken

- Führender deutscher Anbieter spezialisierter Software für den Einzelhandel.
- Technologie- und Innovationsführerschaft.
- Umfassende Partnerschaft mit SAP, die mit einer Kapitalbeteiligung und einem Vorkaufsrecht unterlegt ist.
- Zahlreiche und namhafte Referenzkunden.
- Wichtige Referenzkunden in Nordamerika und in Südafrika gewonnen.
- Beeindruckende Historie mit dynamischem Wachstum und teilweise sehr hoher Profitabilität.

Chancen

- Hoher Kostendruck und technologischer Wandel im Einzelhandel (Stichwort Multichannel) dürften den Bedarf an modernen IT-Lösungen deutlich erhöhen, zumal die Systeme im deutschen Einzelhandel im Durchschnitt veraltet sind.
- Mit den jüngsten Vertriebsfolgen in den USA könnte der Durchbruch in dem wichtigsten Einzelhandelsmarkt der Welt geschafft sein.
- Die DBS-Übernahme stärkt entscheidend die Position im US-Markt und dürfte die Expansion weiter beflügeln.
- Marktsegmente der mittleren und kleineren Handelsketten und der Systemgastronomie bieten weiteres, noch nicht erschlossenes Potenzial.
- Die Vertriebspipeline (eigene und beim Partner SAP) ist weiterhin gut gefüllt, dadurch sind auch kurzfristig deutlich steigende Umsätze und Erträge möglich.
- Die enge Partnerschaft mit SAP sorgt für Übernahmephantasie.

Schwächen

- Geringe Internationalisierung der Kundenbasis erhöht die Abhängigkeit vom stagnierenden deutschen Einzelhandel.
- Relativ hohes Gewicht von einigen Großkunden und von einzelnen Großprojekten.
- Seit 2012 ist der Ergebnistrend negativ, die Kosten der internationalen Expansion überwiegen bisher noch die Erlöse der zusätzlichen Kundengewinnung.
- Das erste Quartal blieb ergebnisseitig deutlich hinter unseren Erwartungen, inzwischen ist ein weiteres Verlustjahr nicht unwahrscheinlich.

Risiken

- Die Investitionszurückhaltung des deutschen Einzelhandels dauert länger als anfänglich angenommen und könnte weiter anhalten.
- Durch den technologischen Wandel sowie durch die internationale Expansion hat die Komplexität der Kundenprojekte deutlich zugenommen, was sowohl die Kosten als auch das Risiko negativer Projektentwicklungen spürbar erhöht.
- Die Integration von DBS muss noch vollzogen werden.
- Probleme bei einem Großprojekt oder der Verlust eines Großkunden würden sich spürbar auf die Umsatz- und vor allem auf die Gewinnzahlen auswirken.
- Eine Expansion in den USA ist für deutsche Unternehmen erfahrungsgemäß mit erhöhten Kosten und Risiken verbunden.

Profil

Spezialist für Einzelhandelssoftware

Die in Schöneck im Vogtland ansässige GK Software AG, ein führender Anbieter von Softwarelösungen für den Filialeinzelhandel, wurde 1990 als G&K Datensysteme GmbH gegründet. Der Formwechsel in die AG und die Umbenennung folgten 2001, seit 2008 ist das Unternehmen im Prime Standard der Deutschen Börse notiert. Die beiden Gründer, Rainer Gläß und Stephan Kronmüller, deren Initiale den Unternehmensnamen bilden, sind in der Gesellschaft weiter aktiv, Rainer Gläß als Vorstandsvorsitzender und Stephan Kronmüller als Mitglied des Group Management Boards und als Leiter der Forschungsabteilung. Insgesamt beschäftigt der Konzern derzeit rund 670 Mitarbeiter.

Großer Programmierstandort in Tschechien

Diese verteilen sich im Wesentlichen auf die AG selbst sowie auf fünf hundertprozentige Töchter (und deren Beteiligungen). Der größte Standort ist mit 211 Beschäftigten der Firmensitz in Schöneck, wo unter dem Dach der Konzernmutter administrative Aufgaben, Produktentwicklung, Projektmanagement und Third-Level-Support angesiedelt sind. Nur unwesentlich kleiner ist die tschechische Tochter EUROS SOFTWARE aus Pilsen, die mit ihren 163 Mitarbeitern für einen Großteil der eigentlichen Softwareproduktion sowie für Forschung & Entwicklung verantwortlich ist. Der Schweizer Beteiligung StoreWeaver GmbH (98 Mitarbeiter, davon 94 im saarländischen St. Ingbert) obliegt die Weiterentwicklung der Produktgruppe StoreWeaver EE, während der Schwerpunkt der seit Dezember 2012 zum Konzern dazugehörigen AWEK-Gruppe mit ihren zwei Standorten und 121 Mitarbeitern in IT-Serviceleistungen für den Einzelhandel liegt.

Forcierte Internationalisierung

Schließlich verfügt GK Software noch über eine russische Tochtergesellschaft, die mit zwei Mitarbeitern den Vertrieb in Russland aufbaut sowie seit Beginn dieses Jahres auch über einen Ableger in Südafrika

(GK Software Africa Pty.), mit dem das Unternehmen auf die Gewinnung von drei neuen Kunden in dem dortigen Markt reagiert hat. Darunter befindet sich die Beauftragung durch einen führenden südafrikanischen Einzelhandelskonzern, der in zehn afrikanischen Ländern mehr als 150 Hypermärkte betreibt und der sich für die Einführung einer breiten Produktpalette entschieden hat. Der Auftrag erstreckt sich von Software für mobile Kassen über die Integrationsplattform Store Device Control bis zu umfangreichen Omni-Channel-Funktionalitäten. Insgesamt sollen die GK-Lösungen auf mehr als 7.000 Geräten eingeführt werden. Bei einem weiteren Auftrag aus Südafrika geht es um die Einführung der Kassenslösung an 1.200 Standorten der JD Group in 13 südafrikanischen Ländern.

Wichtiger Zukauf in den USA

Einen wichtigen Internationalisierungsfortschritt konnte GK Software in diesem Frühjahr in den USA erzielen. Und zwar wurde im März für einen Kaufpreis von 17,5 Mio. US-Dollar (zuzüglich einer Earn-Out-Vereinbarung) der Geschäftsbereich „Retail“ von der amerikanischen DBS Data Business Systems Inc. (DBS) übernommen. In dem Geschäftsbereich, in dem im letzten Geschäftsjahr 6,4 Mio. US-Dollar bei einer fast fünfzigprozentigen EBITDA-Marge erlöst wurden, ist DBS seit Jahrzehnten als IT-Berater tätig und hat umfangreiche Erfahrung mit der Implementierung der SAP Lösung Triversity, die sukzessive durch die GK-Lösung abgelöst werden soll. Neben der großen Kundenbasis gewinnt GK Software mit dem Zukauf, der in die seit Ende 2013 bestehende GK Software USA Inc. eingebracht wurde, ein großes und in den USA bewährtes Team aus 21 Mitarbeitern, mit dem die Projektfähigkeit im amerikanischen Markt auf einen Schlag deutlich verbessert wurde. Darüber hinaus umfasste die Transaktion auch eine Softwarelösung, die eine einfache Anbindung an die rund 50 (!) wichtigsten Zahlungs- und Kundenbindungssysteme der USA

und damit eine wesentliche Beschleunigung der Implementierungsprojekte ermöglicht.

Klare Marktführerschaft

Mit der Fokussierung auf Software für den Einzelhandel und insbesondere für den Filialeinzelhandel hat sich GK Software inzwischen zu einem führenden Anbieter in diesem Markt entwickelt, in Deutschland ist das Unternehmen die klare Nummer eins. Im bislang von der Gesellschaft hauptsächlich adressierten Marktsegment entfallen nach Firmenangaben 25 Prozent auf das sächsische Unternehmen, im deutschen Lebensmittel-Discounthandel liegt der Anteil sogar über 40 Prozent des relevanten Marktes. Die gesamte weltweite Installationsbasis belief sich Ende März auf 202.000 Systeme, die auf fast 40.000 Filialen in 38 Ländern verteilt waren. Die Kundenbasis besteht zwar noch zum größten Teil aus deutschen Einzelhändlern (die Umsätze mit ausländischen Kunden lagen letztes Jahr bei 20,3 Prozent der Konzern Erlöse), doch zur Abdeckung von deren Auslandsaktivitäten bietet GK Software seine Produkte inzwischen in 36 unterschiedlichen Sprachvarianten an.

Erstklassige Referenzen

Entsprechend dem hohen Marktanteil gleicht die Kundenkartei von GK Software dem „Who is who“ des deutschen Einzelhandels. Zu den wichtigsten zählen Galeria Kaufhof, Lidl, Edeka, Fressnapf, Telekom-Shops, Tschibo, Netto, Douglas, Hornbach und die HIT-Märkte in Deutschland. Im europäischen Ausland vertrauen unter anderem die beiden schweizerischen Platzhirsche Migros und die Coop Genossenschaft, der führende russische Lebensmittelhändler X5 Retail Group sowie Valora Retail, Europas zweitgrößter Betreiber von Kiosken und Kleinstläden, auf die Lösungen von GK Software. Inzwischen hat GK Software auch in Nordamerika Fuß gefasst, wo unter anderem Loblaw, Kanadas größter Einzelhändler, ein führender amerikanischer Sportartikelhersteller und ein Pharmaunternehmen mit einer eigenen Apothekenkette als Kunden gewonnen werden konnten. Insgesamt umfasst die Kundenliste 59 aktive Kunden, zehn davon gehören zu den 50 größten Einzelhändlern der Welt. Beson-

ders stark ist GK Software dabei in den Segmenten Lebensmittel, Drogerie & Haushalt, Mode & Lifestyle sowie Technik & Auto. Hier profitieren die Sachsen auch davon, dass aus früheren Projekten bereits vorkonfigurierte und passgenau zugeschnittene Branchenlösungen hervorgegangen sind, mit denen die Kunden noch genauer bedient werden. Solche Branchenlösungen liegen für die Bereiche Cash & Carry, Warenhäuser, Discount/Food, Facheinzelhandel und Mobilfunkshops vor

Umfassende Funktionalität

Die starke Marktstellung verdankt GK Software der konsequenten Konzentration auf die Technologie- und Innovationsführerschaft. Das Kernprodukt der Sachsen, die vollständig in JAVA programmierte und deswegen hardware- und betriebssystemunabhängige GK/Retail Business Suite, ist auf die Bedürfnisse weitverzweigter Filialunternehmen zugeschnitten. Sie ermöglicht mit ihrer modularen Infrastruktur die Abdeckung sämtlicher IT-gestützten Prozesse in den Filialen sowie eine effiziente Kontrolle und Steuerung durch die Unternehmenszentrale. Angefangen mit stationären und mobilen Kassensystemen, über die flexible Handhabung von unterschiedlichsten Rabatt-, Prämien- und Treueaktionen, bis zur Warenwirtschaft und dem zentral gesteuerten Druck von Etiketten und der Einblendung von elektronischer Werbung lässt die GK-Software in punkto Funktionalität kaum einen Wunsch offen. Die besonderen Stärken der Software sind nach Unternehmensangaben gerade ihre gute Integrationsfähigkeit in weit verzweigte Strukturen einerseits und die Möglichkeiten zur Zentralisierung andererseits. So ermöglicht die Software die starke Zentralisierung von Backoffice-Systemen, die früher filialweise vorgehalten werden mussten, und gleichzeitig das zeitnahe Monitoring von tausenden Filialen in unterschiedlichen Ländern und Sprachräumen. Mit dieser Kombination aus weitreichenden Zentralisierungsoptionen und mächtigen Monitoring-Tools verfügt das Unternehmen nach eigenen Angaben über ein weltweites Alleinstellungsmerkmal, das die Software gerade für weitverzweigte Filialketten sehr attraktiv macht. Trotz des großen Funktionsumfangs und der Modulvielfalt weist die Software zudem einen hohen

Standardisierungsgrad auf, der eine vergleichsweise rasche Implementierung und verlässliche Kalkulation der Kosten ermöglicht.

Enge SAP-Partnerschaft

Die hohe Qualität und der große Funktionsumfang der GK-Lösungen wurden im Jahr 2011 durch SAP geadelt, die diese seitdem eigenen Kunden aus dem Handelsbereich als Branchenlösung anbietet. Die Partnerschaft, die sich anfänglich auf den europäischen Raum begrenzte, wurde inzwischen auf weitere Märkte ausgeweitet und hat unter anderem zu den jüngsten Abschlüssen in den USA und in Südafrika geführt. Im Rahmen der Zusammenarbeit vertreibt SAP fünf zentrale Elemente der GK/Retail Business Suite; selbst den Kunden, die bisher die Kassenslösung SAP POS/Triversity verwenden, wurde ein Migrationspfad zu der GK-Lösung vorgeschlagen, für den bereits die ersten Kunden gewonnen werden konnten. Für die Sachsen bedeutet die Zusammenarbeit, die auch eine enge Abstimmung in der Entwicklung sowie gemeinsame Messeauftritte umfasst, einen großen Renommeezugewinn, vor allem aber erschließt sich GK Software damit einen sehr potenzialträchtigen Vertriebskanal. Dies gilt insbesondere für die ausländischen Märkte, die die Gesellschaft in Eigenregie nicht so intensiv bearbeiten kann wie den deutschen Einzelhandel. Aus der Kooperation sind inzwischen 18 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen. Die große Bedeutung der Partnerschaft auch für SAP wurde im Dezember 2013 unterstrichen, als sich der Walldorfer DAX-Konzern im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit 5,3 Prozent beteiligte und sich darüber hinaus auch ein Vorkaufsrecht für die Anteile der beiden Gründer (zusammen 55,2 Prozent) sicherte.

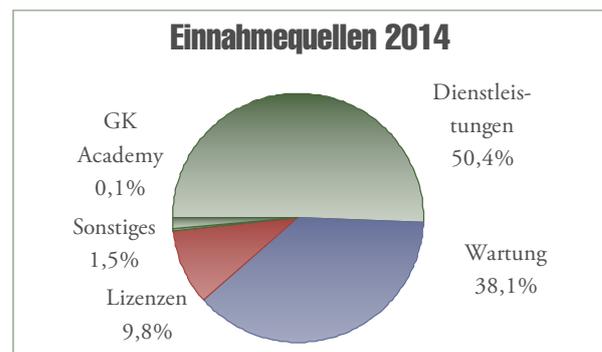
Komplettangebot

Neben der Software und den dazugehörigen Dienstleistungen wie Beratung, Implementierung, Customizing und Wartung bietet GK Software seit der Übernahme der AWEK-Gruppe im Dezember 2012 auch umfassende IT-Service-Leistungen für Einzelhändler an. Diese umfassen telefonischen Support sowie Vor-Ort-Services, die durch 40 bundesweit verteilte mobile Techniker erbracht werden, und

erstrecken sich auf nahezu sämtliche einzelhandelrelevante Hard- und Softwareprodukte. Mit dem Einstieg in dieses Segment, das im letzten Jahr 27 Prozent der Konzern Erlöse erwirtschaftete, hat sich GK Software als Komplettanbieter für die Einzelhandels-IT positioniert und damit sowohl die Wertschöpfungstiefe vergrößert als auch den Marktzugang weiter verbessert.

Dienstleistungserlöse dominieren

Durch die AWEK-Übernahme hat sich auch die Einnahmenstruktur zugunsten der Dienstleistungserlöse verschoben. Auf die Lizenzeinnahmen, die noch 2011 mehr als ein Viertel des Konzernumsatzes ausmachten, entfiel im letzten Jahr ein Anteil von lediglich knapp 10 Prozent.



Quelle: Unternehmen

Den größten Teil der Einnahmen (43,5 Prozent) erzielt GK Software hingegen mit Dienstleistungen. Darunter subsumiert das Unternehmen vor allem die Umsätze aus der Implementierung der Software. Aber auch Erlöse im Zusammenhang mit der Bedarfs- und Strukturanalyse sowie der Beratung und Gebühren für das Projektmanagement fließen in diesen Posten ein. Eine zentrale Erlös-komponente machen schließlich die laufenden kundenindividuellen Anpassungen und Erweiterungen der Software aus. Weiter angestiegen, und zwar von 37,5 auf 38,1 Prozent, ist letztes Jahr schließlich der Umsatzanteil, den GK Software mit dem laufenden Support der Anwender und mit Wartungsarbeiten an den Systemen verdient. Als eine eigenständige Einkunftsart wurde im letzten Jahr erstmalig auch der Bereich GK Academy ausgewiesen, in dem die Schulungen für Kun-

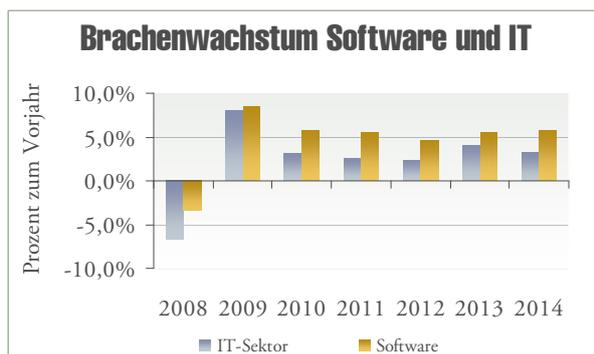
den und für Implementierungspartner sowie die Leistungen rund um die Zertifizierung von Hardware zusammengefasst werden. Der Anteil war allerdings 2014 noch verschwindend, mit 0,04 Mio. Eu-

ro entfielen gerade mal 0,1 Prozent der Konzernumsätze auf diesen Bereich.

Marktumfeld

Software gewinnt an Dynamik

Als Hersteller von Software agiert GK Software in einem Markt mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik. Die Software-Branche gehört zu den wachstumsstärksten Segmenten der deutschen Volkswirtschaft, dies gilt selbst im Vergleich mit dem restlichen IT-Sektor. So konnte die Branche seit dem Krisenjahr 2009 mit Zuwachsraten von bis zu 8,4 Prozent aufwarten, letztes Jahr erhöhte sich der Umsatz um 5,5 Prozent auf 19,1 Mrd. Euro (Quelle: BITKOM). Für das laufende Jahr erwartet der Branchenverband BITKOM erneut eine zunehmende Dynamik und ein Wachstum um 5,8 Prozent auf 20,2 Mrd. Euro.



Quelle: BITKOM

Einzelhandel mit Wachstumsschub in 2014

Weitaus relevanter als die Entwicklung der Softwarebranche ist für GK Software allerdings die Situation im deutschen Einzelhandel. Mit seinen 3 Mio. Beschäftigten und 300 Tsd. Betrieben erwirtschaftet der Sektor einen Jahresumsatz von 459,3 Mrd. Euro und trägt damit 16,4 Prozent zur deutschen Wirtschaftsleistung bei (Quelle: HDE). Dieser Anteil ist jedoch in den letzten Jahren gesunken, denn preisbereinigt stagnieren die Umsätze der Einzelhändler. So lag der letztjährige Einzelhandelsumsatz trotz eines deutlichen Wachstumssprungs gegenüber 2013 real nur auf dem Niveau des Jahres 2000.



Quelle: DESTATIS

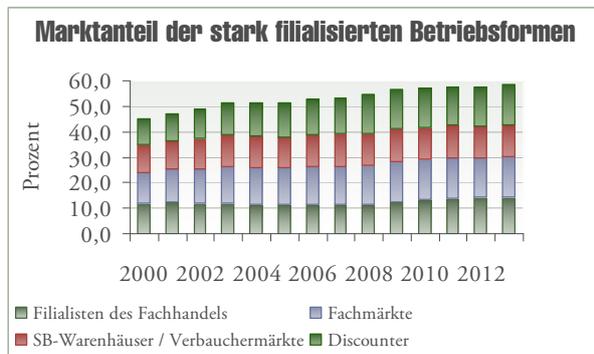
Hohe Wettbewerbsintensität

Gleichzeitig zeichnet sich der deutsche Einzelhandel durch eine hohe Wettbewerbsintensität aus, in deren Folge das deutsche Preisniveau (gemessen an einem Warenkorb aus 100 Markenartikeln) in Westeuropa an letzter Stelle liegt, rund 15 Prozent unter dem Durchschnitt (Quelle: AC Nielsen). Ein Ausdruck der Konkurrenzintensität ist die anhaltende Ausweitung der Verkaufsflächen, mit denen breitere Sortimente und verbesserte Einkaufserlebnisse ermöglicht werden sollen. So ist die Verkaufsfläche im deutschen Einzelhandel trotz der real stagnierenden Umsätze seit 2001 um fast 11 Prozent auf 123,1 Mio. Quadratmeter gestiegen.

Strukturverschiebung

Die Daten zur Entwicklung des gesamten Einzelhandels verdecken jedoch, dass es innerhalb des Sektors deutliche Unterschiede gibt. Mit anderen Worten: die Stagnation betrifft nicht alle Segmente des Einzelhandels im gleichen Umfang, einige Teilssegmente verzeichnen seit Jahren starke Zuwächse. So konnten gerade die von GK Software adressierten Filialketten in den letzten Jahren ihren Marktanteil zu Lasten anderer Handelsformen ausweiten. Die Filialisten des Fachhandels zum Beispiel haben ihren Marktanteil zwischen dem Jahrtausendwechsel und dem Jahr 2013 von 12,2 auf 14,4 Prozent erhöht,

die Discounter haben ihren Marktanteil seit 2000 sogar um 54 Prozent auf 15,6 Prozent gesteigert. Insgesamt entfallen inzwischen fast 60 Prozent der Handelsumsätze auf solche stark filialisierten Betriebsformen (Quelle: HDE).



Quelle: HDE

Online-Handel boomt

Eine weitere Strukturverschiebung betrifft die Verlagerung der Handelsumsätze zum Onlinehandel. Dieser hat sich seit 1999 (1,25 Mrd. Euro) auf zuletzt 39 Mrd. Euro vervielfacht, auch 2014 betrug das Wachstum mehr als 17 Prozent (Quelle: HDE). Und der Einzelhandelsverband geht davon aus, dass sie dieser Trend weiter fortsetzt, für 2015 wird ein weiterer Anstieg auf 43,6 Mrd. Euro prognostiziert.

Mobile-Commerce wird immer wichtiger

Neben dem stationären Internet gewinnt zudem mobile-Commerce schnell an Bedeutung. Nach Angaben des Bundesverbandes des Deutschen Versandhandels (BVH) hat sich beispielsweise das Volumen der Käufe über mobile Geräte in den letzten zwei Jahren von 1,3 auf 8,5 Mrd. Euro erhöht, der Anteil am deutschen Versandhandel hat sich allein zwischen 2013 und 2014 von 10 auf 17 Prozent erhöht. Bei digitalen Gütern entfällt mit 47 Prozent bereits fast die Hälfte des Volumens auf Käufe über das mobile Internet.

Megatrend Omnichannel-Handel

Durch diese Entwicklung befinden sich die Einkaufsgewohnheiten und die Art und Weise, wie Händler mit ihren Kunden kommunizieren und wo

und wie sie ihre Produkte präsentieren, in einem grundlegenden Wandel. Hinzu kommt, dass die Vertriebskanäle online, mobil und stationär von den Kunden zunehmend kombiniert genutzt werden. So wird nach einer Untersuchung des Instituts für Handelsforschung rund 40 Prozent des Umsatzes der stationären Händler in Online-Shops vorbereitet. Auch in der Gruppe der 16- bis 25-jährigen, für die die Nutzung von Smartphones inzwischen absolut selbstverständlich geworden ist und bei denen die größte Neigung zum ausschließlichen mobile-Commerce vermutet werden könnte, wird einer Studie des ECC Köln dem stationären Handel nach wie vor eine zentrale Bedeutung beigemessen. Allerdings zeigt die Studie, dass die Konsumenten zunehmend eine nahtlose Verbindung der Kanäle erwarten und Dienstleistungen wie die Offline-Rückgabe oder -Abholung von Online-Bestellungen oder auch die mediumübergreifende Gültigkeit von Angeboten und Coupons für selbstverständlich erachten

Wachsende Komplexität erhöht IT-Bedarf

Die Anpassung an diese Trends und Herausforderungen stellt insbesondere die IT der Händler vor große Aufgaben. Denn das Thema Online-Handel oder mobile-Commerce erschöpft sich nicht im Betrieb eines Online-Shops und seiner Adaption an die kleineren Bildschirme der Smartphones, sondern betrifft nahezu sämtliche geschäftskritischen Prozesse und damit auch die dazu benötigte IT. Dazu gehören Bereiche wie die Integration mobiler Devices (Smartphones und Tablets) sowohl auf der Kunden- als auch auf der Händlerseite, das Angebot individualisierter Lieferdienste und die Integration mobiler und berührungsloser Zahlungssysteme. Aber auch individualisierte Werbung und Angebote (Empfehlungsmarketing) stehen im Zusammenhang damit auf der Agenda. Hinzu kommt, dass die zunehmende Filialisierung des Handels sowie die in der Breite wachsende Sortimentsvielfalt zusätzliche Herausforderung darstellen. So wurden im Lebensmitteleinzelhandel im Jahr 2008 fast 7.500 Non-Food-Produkte, 2.700 Frischeprodukte und über 2.000 Getränke mehr gelistet als noch im Jahr 2000 (Quelle: BBE Handelsberatung, Institut für Handelsforschung). Aber auch die vielfältigen Instrumente zur Kunden-

bindung (Rabattaktionen, Treueprogramme etc.) sowie die zunehmende Vielfalt an unterschiedlichen Zahlungssystemen erhöhen die IT-Ansprüche.

Investitionsstau löst sich noch nicht auf

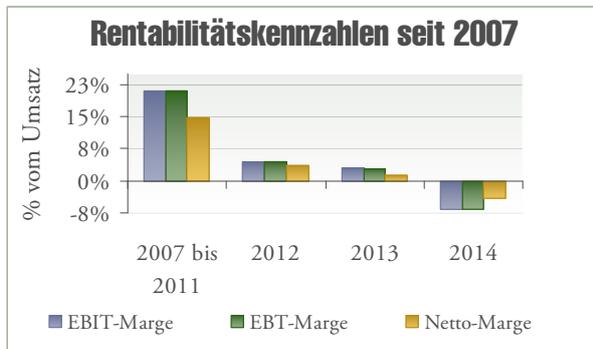
Angesichts dieser zahlreichen umwälzenden Entwicklungen, mit denen der Einzelhandel aktuell konfrontiert wird, ist das Thema IT für die Branche zu einer strategischen Frage geworden. Dementsprechend wird die Entscheidung über Investitionen in neue IT mit entsprechender Vorsicht angegangen, zumal die ausgeprägte Dynamik des Omnichannel-Trends die Unsicherheit über die künftigen Anforderungen zusätzlich erhöht. Viele Marktteilnehmer scheuen derzeit größere IT-Projekte, mit denen sie sich unter Umständen zu früh festlegen und damit auf künftige Entwicklungen nicht flexibel reagieren könnten. Aus

diesem Grund haben sich die Entscheidungszyklen in den letzten Jahren massiv verlängert, nach Angaben von GK Software hat sich die durchschnittliche Vertriebszeit für Projekte von neun bis zwölf Monaten auf bis zu zwei Jahre verlängert. Doch früher oder später wird der steigende Bedarf zwangsläufig in erhöhten IT-Investitionen münden müssen. So ist nach einer Erhebung des EHI Retail Institute das durchschnittliche Alter der Kassensysteme in Deutschland, das bereits 2014 mit 5,4 Jahren angegeben worden war, weiter gestiegen, wobei inzwischen die Investitionsbereitschaft wie auch die konkreten Investitionspläne in die Erneuerung der Kassensysteme gerade wegen der neuen Themen wie Omni-Channel und mobile Payment deutlich zugenommen haben.

Zahlen

Hohes Umsatzwachstum

In den letzten acht Jahren konnte GK Software mit Ausnahme des Jahres 2012 den Umsatz stetig steigern und in Summe dieser Periode auf zuletzt 44,6 Mio. Euro mehr als vervierfachen. Dazu beigetragen hat aber auch die Übernahme der AWEK-Gruppe im Dezember 2012, die im Folgejahr für einen deutlichen Wachstumssprung sorgte. Im letzten Jahr nahm die Dynamik zwar ab, doch mit einem Plus von 5,1 Prozent konnte das Umsatzwachstum weiter fortgesetzt werden.

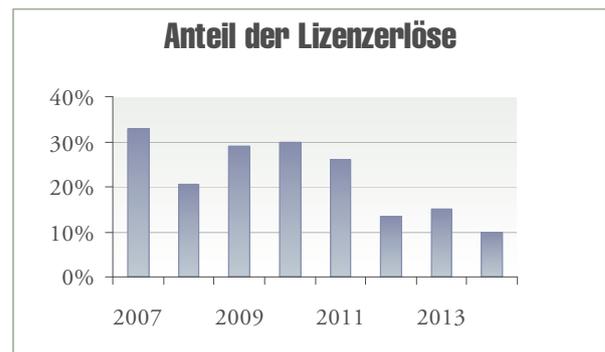
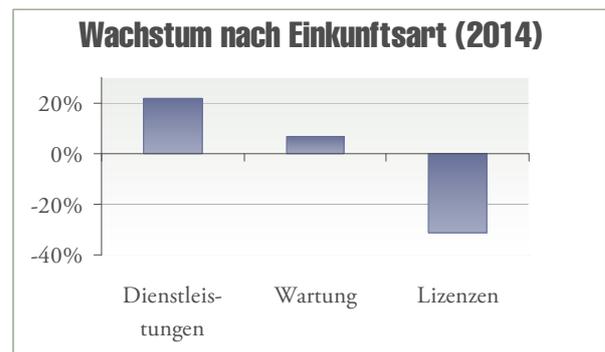


Quelle: Unternehmen, 2007 bis 2011 als arithmetischer Mittelwert

Rückläufiger Lizenzanteil

Hinter dem letztjährigen Wachstum versteckt sich eine kräftige Verschiebung der Umsatzstruktur in Richtung des Dienstleistungsgeschäfts. Während die Erlöse mit Dienstleistungen um über 20 Prozent auf 22,5 Mio. Euro und damit auf mehr als 50 Prozent der Konzernerlöse zulegten, reduzierten sich die

margenstarken Lizenzeeinnahmen um fast ein Drittel auf 4,4 Mio. Euro. Der Anteil der Lizenzeeinnahmen hat sich somit auf unter 10 Prozent reduziert, womit ein seit mehreren Jahren zu beobachtender Trend eine Fortsetzung gefunden hat (siehe Graphik).



Quelle: Unternehmen

Kräftiger Ergebniseinbruch

Der anteilige und zuletzt auch absolute Rückgang der margenstarken Lizenzeeinnahmen war, neben dem kostenrächtigen Expansionskurs in Übersee, entscheidend dafür verantwortlich, dass GK Software ergebnisseitig seit 2011 aus der Spur geraten ist. Konnte das Unternehmen in früheren Jahren noch mit EBIT- und EBT-Margen von teilweise über 20 Prozent glänzen, bedingte das sehr schwache Neugeschäft im Jahr 2012 einen heftigen Ergebniseinbruch, von dem sich die Sachsen bisher, trotz des seitdem weiter fortgesetzten Umsatzwachstums, noch nicht erholt haben. Ganz im Gegenteil: Der Margenrückgang setzte sich weiter fort, im letzten Geschäftsjahr verzeichnete GK Software sogar absolut einen

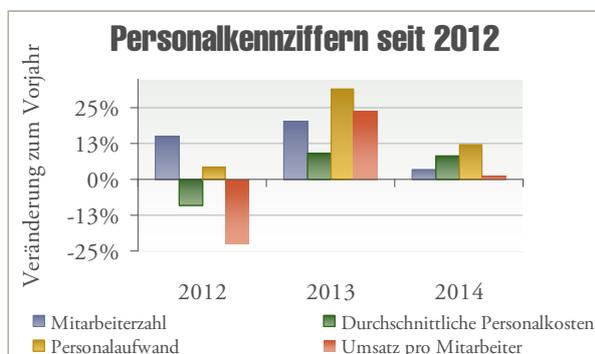
weiteren Ergebnissrückgang und rutschte erstmalig in die roten Zahlen. Das EBIT verschlechterte sich von 1,3 auf -3,0 Mio. Euro und das Nachsteuerergebnis von 0,6 auf -1,9 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	GJ 2013	GJ 2014	Änderung
Umsatz	42,46	44,63	+5,1%
Dienstleistungen	18,47	22,50	+21,8%
Wartung	15,92	17,02	+6,9%
Lizenzen	6,37	4,39	-31,1%
EBITDA	3,57	0,04	-99,0%
EBITDA-Marge	8,4%	0,1%	
EBIT	1,27	-3,02	-
EBIT-Marge	3,0%	-6,8%	
Vorsteuerergebnis	1,16	-2,99	-
Vorsteuermarge	2,7%	-6,7%	
Jahresüberschuss	0,57	-1,87	-
Netto-Marge	1,3%	-4,2%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Steigende Personalintensität

Das hohe Wachstum im personalintensiven Geschäft hat in den letzten Jahren eine deutliche Verschiebung der Kostenstruktur verursacht. So hat sich bedingt durch den anhaltenden Personalaufbau im Inland, vor allem aber auch an den neuen Auslandsstandorten, die Personalaufwandsquote allein im letzten Jahr um vier Prozentpunkte auf 64,4 Prozent erhöht.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Verantwortlich dafür sind allerdings nicht nur die Mengeneffekte (zusätzliche Mitarbeiter), sondern auch der steigende Personalaufwand pro Mitarbeiter, der teils dem normalen Lohnrend, teils aber den gestiegenen Personalgewinnungskosten geschuldet ist. So hat sich der Umsatz je Mitarbeiter seit 2011 um 2,2 Prozent reduziert, während sich die durchschnittlichen Personalkosten je Mitarbeiter im selben Zeitraum um 7,5 Prozent erhöhten.

Kräftiger Kostenanstieg

Noch deutlicher als der Personalaufwand ist der Materialaufwand gestiegen. Lag die Materialaufwandsquote noch 2011 bei nahezu vernachlässigbaren 1,9 Prozent, brachte der Einstieg in das Service-Geschäft (via Übernahme der AWEK-Gruppe) eine Niveauverschiebung auf 9,6 Prozent im Jahr 2013. Zusätzlich sorgte der verstärkte Rückgriff auf externe Mitarbeiter, mit dem GK Software seit dem letzten Jahr versucht, projektweise Kapazitätsspitzen aufzufangen und das Personalwachstum etwas zu dämpfen, 2014 für einen weiteren Schub des Materialaufwands um 26 Prozent und für einen Anstieg der Materialaufwandsquote auf 11,5 Prozent. Eine ebenfalls starke Erhöhung gab es in den letzten Finanzperioden bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (SBA), die sich vor allem wegen des forcierten Internationalisierungskurses und des dadurch bedingten Anstiegs von Reise- und Vertriebskosten seit 2011 mehr als verdoppelt haben. Die entsprechende Aufwandsquote hat sich in diesem Zeitraum von 19,4 auf 30,0 Prozent erhöht. Schließlich haben sich im letzten Jahr auch die Abschreibungen deutlich erhöht, was hauptsächlich der Reduzierung des Firmenwerts auf eine inzwischen mit der AG verschmolzene Tochtergesellschaft geschuldet war, deren Hauptprodukt nicht mehr weiter vertrieben wird.

Margenanstieg im Servicegeschäft

Die dargestellten Ergebnisbelastungen haben sich hauptsächlich im Kernsegment, dem Geschäftsfeld GK/Retail bemerkbar gemacht, in dem sowohl der Löwenanteil des Rückgangs des Lizenzumsatzes angefallen als auch eine infolge einiger schwieriger laufender Projekte deutlich sinkende Profitabilität des Dienstleistungsgeschäfts zu verzeichnen war. Dem-

gegenüber hat das vermeintlich margenschwächere IT-Service-Geschäft seinen EBIT-Beitrag von 0,5 auf 1,1 Mio. Euro mehr als verdoppelt, die Segment-EBIT-Marge verbesserte sich von 5 auf 9 Prozent. Bedenkt man, dass die AWEK-Gruppe, die für das IT-Service-Geschäft größtenteils verantwortlich ist, vor der Übernahme im Jahr 2012 noch defizitär gearbeitet hatte, ist die erzielte Ergebnisverbesserung umso beachtlicher.

Umsatzstarkes Auftaktquartal

Im ersten Quartal 2015 konnte GK Software eine wieder deutlich höhere Umsatzdynamik vermelden. Das Umsatzwachstum fiel mit 39,1 Prozent beeindruckend aus. Da der DBS-Zukauf erst am 19. März erfolgt ist, dürfte es zudem weitestgehend organisch erzielt worden sein. Fast 35 Prozent des Zuwachses entfallen dabei auf die Lizenz Erlöse, die sich dank der beiden jüngsten Abschlüsse in den USA im Vorjahresvergleich auf 1,7 Mio. Euro mehr als vervierfacht haben. Aber auch die Dienstleistungsumsätze und das Geschäft mit der Wartung haben zugelegt. Bezogen auf die Segmente wurde das Wachstum im Kerngeschäft GK/Retail erzielt, während der Umsatz der IT-Services-Sparte etwas unter dem Vorjahr und damit auch unter den Erwartungen blieb.

Verlust reduziert

Dadurch rutschte das Service-Segment zwischen Januar und März mit 0,2 Mio. Euro leicht in den roten Bereich (Vorjahr: +0,1 Mio. Euro). Auch das Segment GK/Retail blieb mit einem EBIT von -0,7 Mio. Euro defizitär, konnte aber den Verlust gegenüber dem ersten Quartal 2014 (-1,2 Mio. Euro) spürbar eingrenzen. Auf Konzernebene wurde ein EBIT von -0,9 Mio. Euro und aufgrund der fehlenden Anrechenbarkeit der Anlaufverluste der Auslandsgesellschaften ein Nachsteuerverlust von 1,3 Mio. Euro ausgewiesen.

Kostenbasis massiv erhöht

Die Tatsache, dass GK Software das erste Quartal trotz des dynamischen Umsatzwachstums und trotz des erhöhten Anteils der Lizenz Erlöse von fast 13 Prozent (im Kerngeschäft sogar 15,6 Prozent) mit

einem Verlust abgeschlossen hat, verdeutlicht, wie stark das Unternehmen in Vorbereitung und Antizipation der internationalen Expansion sein Kostenbasis erhöht hat. Besonders deutlich fiel dabei erneut der Anstieg des Materialaufwands aus, der sich im Vorjahresvergleich fast verdoppelt hat. Trotz des hohen Lizenzanteils lag die Materialaufwandsquote in den ersten drei Monaten mit 10,5 Prozent nur leicht unter dem Wert des lizenzschwachen Geschäftsjahres 2014. Deutlich, wenn auch schwächer als der Umsatz, sind zu Jahresbeginn auch der Personalaufwand (+30,9 Prozent) und die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (+19,2 Prozent) gewachsen, die zusätzlich wegen der Beratungsleistungen im Vorfeld der DBS-Transaktion gestiegen sind. Hauptsächlich mit dem Zukauf verbunden ist auch die Erhöhung der Abschreibungen, die um fast 35 Prozent auf 0,7 Mio. Euro angestiegen sind.

Geschäftszahlen	Q1 2014	Q1 2015	Änderung
Umsatz	9,33	12,98	+39,1%
Lizenzen	0,40	1,67	+323,0%
Dienstleistungen	4,22	6,30	+49,3%
Wartung	4,13	4,74	+14,6%
EBITDA	-0,58	-0,20	-
EBITDA-Marge	-6,2%	-1,5%	
EBIT	-1,08	-0,88	-
EBIT-Marge	-11,6%	-6,8%	
Vorsteuerergebnis	-1,06	-0,88	-
Vorsteueremarge	-11,4%	-6,8%	
Nettoergebnis	-1,45	-1,27	-
Netto-Marge	-15,5%	-9,8%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Nettoliiquidität investiert

Durch den Periodenfehlbetrag und den Forderungsaufbau blieb auch der operative Cashflow mit 0,2 Mio. Euro negativ, in Verbindung mit der Auszahlung für den DBS-Zukauf in Höhe von 16,9 Mio. Euro sorgte dies für einen hohen negativen Free-Cashflow (-17,1 Mio. Euro), der mit 13,1 Mio. Euro aus der Nettokreditaufnahme gedeckt wurde und in Höhe von 4,1 Mio. Euro zu einem Nettomittelab-

fluss führte. Der Liquiditätsbestand reduzierte sich infolgedessen auf 6,1 Mio. Euro, verrechnet mit den Finanzverbindlichkeiten resultiert hieraus zum ersten Mal seit mehreren Jahren eine Nettoverschuldung von 8,1 Mio. Euro.

Bilanzstruktur verschoben

Durch den Periodenverlust, die Übernahme und durch die Kreditaufnahme hat sich auch die Bilanzstruktur verändert. Auf der Passivseite hat sich die

Eigenkapitalquote gegenüber dem Jahreswechsel von 68,4 auf 49,2 Prozent reduziert, während die Vermögensseite nun einen deutlich höheren Anteil an immateriellen Vermögensgegenständen (41 Prozent, gegenüber 35,8 Prozent zum Jahresende) aufweist. Deren Anstieg ist vor allem der Aktivierung des Firmenwertes (3,5 Mio. Euro), der Kundenbeziehungen (9,0 Mio. Euro), der erworbenen Software (2,9 Mio. Euro) sowie des Auftragsbestands (1,1 Mio. Euro) aus der DBS-Übernahme geschuldet.

Equity-Story

Führend in einem attraktiven Markt

Mit dem Fokus auf Softwarelösungen für den filialisierten Einzelhandel bewegt sich GK Software in einem Markt, dessen IT-Bedarf absehbar deutlich steigen sollte. Der Trend in Richtung eines Zusammenwachsens der Vertriebskanäle (Stichwort Omnichannel) spricht dafür, dass der Geschäftsalltag des Einzelhandels in den kommenden Jahren deutlich an Komplexität gewinnen dürfte und dass diese steigende Komplexität die Nachfrage nach passenden IT-Lösungen antreiben wird. Mit der führenden Position als Software-Lieferant für den deutschen Einzelhandel ist GK Software gut aufgestellt, um von diesem Trend zu profitieren.

Innovationsstärke

Diese starke Position verdankt GK Software zu einem gewichtigen Teil dem hohen technologischen Standard der Software. Dank der Systemunabhängigkeit, dem großen Funktionsumfang bei gleichzeitig konsequenter Modularität und einem hohen Standardisierungsgrad kann eine große Bandbreite an Kunden angesprochen und bedient werden. Das Unternehmen ist bestrebt, aktuelle IT-Themen früh aufzugreifen und in einzelhandelsgeeignete Lösungen umzusetzen. Dementsprechend verfügen die Sachsen schon heute über Antworten auf Entwicklungen, mit denen sich der Handel erst zu beschäftigen beginnt. Dazu gehören Themen wie die Integration mobiler Devices wie Tabletcomputern oder Smartphones zur verbesserten Kundenbindung oder direkt zur Verkaufsförderung, der Umgang mit massiv ansteigenden Datenvolumina (Big Data), Echtzeitanalysen und -aktionen (InMemory-Computing, SAP HANA), zentrale IT-Architekturen, Cloud Computing oder Self-Checkout-Lösungen.

Partnerschaft mit SAP hilft bei Expansion

Die Qualität der GK-Produkte wird durch die Partnerschaft mit SAP unterstrichen, die diese an ihre eigenen Handelskunden vertreibt. Inzwischen sind

hieraus 18 Projekte erwachsen, fast alle größeren Abschlüsse der letzten Jahre kamen über den Kanal SAP. Darüber hinaus umfasst die Partnerschaft die Abstimmung der Entwicklungsaktivitäten sowie gemeinsame Messeauftritte. Ein vielversprechendes Signal im Hinblick auf die aus der Partnerschaft zu erwartenden Potenziale ist der im letzten Jahr erstmals erfolgreich vermarktete Migrationspfad von der alten SAP-Kassenlösung auf das GK-Produkt.

Internationaler Dealflow nimmt zu

Die SAP-Partnerschaft und die hohen Vorleistungen in die geographische Expansion haben zuletzt einen zunehmenden Dealflow ermöglicht. Nach drei Aufträgen aus Südafrika im Herbst 2014 konnte GK Software in diesem Frühjahr zwei wichtige Projekte in den USA gewinnen, wodurch die Präsenz und das Standing der Sachsen auf dem wichtigsten Einzelhandelsmarkt der Welt weiter verbessert werden konnten.

DBS-Übernahme als wichtiger Türöffner

Eine weitere Beschleunigung der Wachstumsdynamik in den USA ist von der im März vollzogenen Übernahme des Geschäftsbereiches „Retail“ von der DBS Data Business Systems Inc. zu erwarten. Damit hat sich GK Software gleich unter mehreren Aspekten wichtige Vorteile erkaufte. Dazu gehören der gute Kundenzugang und -bestand, eine verbesserte Projektfähigkeit und nicht zuletzt die hochkomplementären Softwarelösungen, die eine für den US-Markt erfolgskritische Angebotslücke schließen.

Service- und Wartungsgeschäft wächst

Seit der Ausweitung des Angebotsspektrums auf IT-Services ist GK-Software als Komplettanbieter für die Einzelhandels-IT positioniert und verfügt damit über einen breiten Marktzugang mit einem großen, noch allerdings unzureichend genutzten, Potenzial für Cross-Selling. Darüber hinaus reduziert der steigende Beitrag der Service- und vor allem Wartungs-

erlöse die Abhängigkeit von den volatilen Lizenzerlösen, perspektivisch will GK Software diese Einnahmenarten soweit steigern, dass theoretisch auch ohne Lizenzeinnahmen eine Kostendeckung erreicht wird. Welches Potenzial dazu besteht, hat schon das letzte Geschäftsjahr angedeutet, in dem die Wartungserlöse fast 40 Prozent zum Umsatz beigetragen haben und in dem das Service-Segment eine EBIT-Marge von 9 Prozent erwirtschaftet hat.

Übernahmephantasie

Aus Anlegersicht interessant ist schließlich die Übernahmephantasie, die mit der SAP-Partnerschaft ver-

bunden ist. So ist der Walldorfer DAX-Konzern seit Dezember 2013 mit 5,3 Prozent an GK Software beteiligt, darüber hinaus hat sich SAP ein Vorkaufsrecht für die Anteile der beiden Gründer einräumen lassen, mit dem sich der DAX-Konzern einen Erstzugriff auf die Aktienmehrheit gesichert hat. Darüber, ob damit weitergehende Pläne verbunden sind oder ob SAP damit nur einen potenziellen Einstieg eines Konkurrenten verhindern wollte, kann nur spekuliert werden, doch seitdem wird die Aktie nach unserer Auffassung mit einer gewissen Übernahmepremie gehandelt.

DCF-Bewertung

Prognose

Als Guidance für die nächsten drei bis vier Jahre hat GK Software angekündigt, den Umsatz gegenüber 2014 um rund 50 Prozent erhöhen zu wollen und dabei eine EBIT-Marge von 15 Prozent anzustreben. Allerdings hat das Management betont, dass die Entwicklung nicht stetig sein müsse und hält vor dem Hintergrund des Ausbaus der Aktivitäten in Übersee für 2015 auch ein negatives Ergebnis für nicht ausgeschlossen.

Gewinnschätzungen deutlich reduziert

Diese zurückhaltende Prognose für 2015 und noch viel mehr das Ergebnis des ersten Quartals, in dem trotz einer hohen Quote an Lizenzerlösen ein deutlicher Fehlbetrag angefallen war, haben uns dazu bewogen, unsere Gewinnschätzungen spürbar abzusenkten. Bis jetzt gingen wir davon aus, dass die Übergangphase 2014 enden und dass ab 2015 eine sukzessive Rückkehr zu der alten Profitabilität möglich wäre. Zusammen mit dem Beitrag des hochprofitablen DBS-Geschäfts hatten wir deswegen mit einer

deutlich zweistelligen EBIT-Marge kalkuliert. Dies ist nun illusorisch, zumal die Übernahme auch teurer gewesen ist, als von uns bisher angenommen, und ein deutlich höherer Anteil des Kaufpreises als Kundenlisten etc. aktiviert worden ist (und nicht als Goodwill), was über die nächsten Jahren hohe planmäßige Abschreibungen nach sich ziehen wird. In Verbindung mit der kräftig gestiegenen Kostenbasis sehen wir nun für 2015 noch keine Rückkehr in die Gewinnzone, auch die unterstellte Margenentwicklung für die Folgejahre haben wir abgesenkt, mit einer zweistelligen EBIT-Marge rechnen wir nun erst für das Jahr 2018.

Umsatzschätzung unverändert

Demgegenüber haben wir die Umsatzschätzung unverändert gelassen. Mit dem Rückenwind des dynamischen Wachstums im ersten Quartal sowie dem zusätzlichen Geschäftsvolumen aus der DBS-Übernahme sehen wir eine Steigerung des Umsatzes um 30 Prozent auf 58,0 Mio. Euro nach wie vor als realistisch an.

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	58,0	65,6	72,1	79,0	86,1	93,4	100,9	108,9
Umsatzwachstum		13,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
EBIT-Marge	-0,5%	5,4%	8,9%	10,6%	12,1%	13,4%	14,6%	15,7%
EBIT	-0,3	3,5	6,4	8,4	10,4	12,5	14,7	17,1
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	-0,1	1,1	1,9	2,5	3,1	3,7	4,4	5,1
NOPAT	-0,2	2,5	4,5	5,8	7,3	8,7	10,3	12,0
+ Abschreibungen & Amortisation	3,5	4,6	3,3	3,0	2,8	2,6	2,5	2,4
+ Zunahme langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Operativer Brutto Cashflow	3,3	7,1	7,8	8,9	10,0	11,4	12,8	14,4
- Zunahme Net Working Capital	-0,5	-0,3	-0,3	-0,4	0,0	2,8	0,0	0,0
- Investitionen AV	-18,8	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
Free Cashflow	-16,1	5,0	5,6	6,6	8,1	12,1	10,7	12,2

Schätzungen für die Folgejahre

Auch darüber hinaus besteht bei den Steigerungsraten aktuell kein Korrekturbedarf. Mit dieser unterschiedlichen Anpassung der Umsatz- und der Gewinnreihe reagieren wir auf die Entwicklung der letzten Quartale, in denen es GK Software zwar immer besser gelungen ist, die Auslandsexpansion für neue Kundenaufträge in Afrika und in Nordamerika zu nutzen, die aber noch nicht ausreichen, um die sehr deutlich gestiegenen Kosten der nun international ausgerichteten Organisation zu decken. Wir sind zwar weiter zuversichtlich, dass GK den richtigen Weg eingeschlagen hat und dass dieser Weg auch letztlich erfolgreich sein wird, doch hinsichtlich der dafür benötigten Zeiträume sind wir nach den letzten Zahlen nun doch vorsichtiger geworden. Eine Übersicht der wichtigsten Daten unseres Modells findet sich in der Tabelle auf der vorigen Seite, weitere Details zu dem von uns unterstellten Geschäftsverlauf in den Jahren von 2015 bis 2022 können den Tabellen im Anhang entnommen werden. Im Anschluss an den darin abgebildeten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einer EBIT-Marge von 7,8 Prozent und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 6,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,0 Prozent.

Kursziel: 40,40 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,0 Prozent) ergibt sich aus un-

seren Annahmen ein Unternehmenswert von 61,1 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 32,32 Euro. Insofern notiert das Papier derzeit in der Nähe seines fairen Wertes. Angesichts der Übernahmepremie, die wir seit dem SAP-Einstieg und vor allem seit der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, und angesichts der von uns weiter als hoch eingeschätzten Wahrscheinlichkeit des Übernahmeszenarios kalkulieren wir unser Kursziel (wie schon bisher) unter Hinzurechnung einer 25-prozentigen Prämie. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 40,40 Euro.

Erhöhtes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Dass GK Software über ein lang etabliertes und bewährtes Geschäftsmodell verfügt, welches seit Jahren kontinuierlich weiterentwickelt wird, erhöht grundsätzlich die Berechenbarkeit. Allerdings haben gerade die letzten Jahre verdeutlicht, dass die relativ schmale Kundenbasis in Verbindung mit einer vergleichsweise stark ausgeprägten Abhängigkeit von einzelnen Großprojekten durchaus zu heftigen Ausschlägen führen kann. Mit dem fortschreitenden Wachstum, der Internationalisierung und dem zunehmenden Anteil des wiederkehrenden Wartungsgeschäfts dürfte die Prognosesicherheit in Zukunft zwar noch steigen, doch bislang hängt das Ergebnis noch erheblich von einzelnen Abschlüssen ab. Aus dieser Überlegung heraus halten wir zum gegenwärtigen Zeitpunkt den Ansatz eines in Summe leicht erhöhten mittleren Prognoserisikos (4 Punkte) für angemessen.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 34,53 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,0 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 50,95 Euro im optimistischsten Fall (WACC von 7,0 Prozent und ewiges Wachstum von 2 Prozent) – jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,0%	50,95	47,66	44,91	42,60	40,61
7,5%	47,53	44,80	42,48	40,51	38,79
8,0%	44,68	42,37	40,40	38,69	37,20
8,5%	42,26	40,29	38,59	37,10	35,79
9,0%	40,19	38,49	37,00	35,69	34,53

Fazit

Innovative Produkte, eine starke Marktstellung, eine enge Kooperation mit SAP: die Zutaten stimmen, um die Erfolgsgeschichte des sächsischen Spezialisten für Einzelhandelssoftware fortzusetzen. Doch ergebnisseitig ist das Unternehmen seit drei Jahren aus der Spur gekommen. Bedingt durch die Investitionszurückhaltung des deutschen Einzelhandels durchläuft das Neugeschäft im bisherigen Kernmarkt eine Schwächephase, während sich die logische Alternative, die Expansion ins Ausland, als deutlich langwieriger und vor allem als deutlich kostspieliger erweist, als zunächst angenommen.

Zuletzt konnte GK Software einige vielversprechende Abschlüsse in Nordamerika und in Südafrika vermelden, doch das Ergebnis blieb trotzdem sowohl im letzten Geschäftsjahr als auch im ersten Quartal hinter unseren Erwartungen. Unsere Hoffnung, dass sich die Gewinnsituation mit dem Abschluss einer ausreichenden Anzahl an Lizenzverkäufen „automatisch“ verbessern würde, hat sich nicht erfüllt. Vielmehr scheint es derzeit, dass durch die Erweiterung der Organisation die Effizienz der Prozesse und der

Projektentwicklung gelitten hat. Um wieder zur alten Profitabilität zurückzukehren, reicht es deswegen entgegen unseren bisherigen Annahmen nicht mehr, „nur“ die Zahl der Abschlüsse zu erhöhen. Die vergrößerten Strukturen brauchen anscheinend noch eine Anlaufzeit, bis sie wieder reibungslos laufen, dies könnte auch für den Ergebnisbeitrag der im März übernommenen Retail-Sparte von DBS gelten.

Wir haben deswegen unsere Ergebnisschätzungen deutlich reduziert und erwarten für das laufende Jahr statt eines hohen Gewinns nun einen geringen Fehlbetrag. Auf dieser Basis liefert unser DCF-Modell einen fairen Wert je Aktie von 32,32 Euro, womit GK Software aktuell von der Börse angemessen bewertet wäre. Allerdings sehen wir gerade nach der weiteren Intensivierung der SAP-Partnerschaft das Szenario einer Übernahme durch den Walldorfer-Konzern perspektivisch als durchaus wahrscheinlich an, weswegen wir, wie schon bisher, mit einer 25-prozentigen Übernahmeprämie kalkulieren. Unser Kursziel lautet deswegen 40,40 Euro, unser Urteil bleibt demnach unverändert auf „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
AKTIVA									
I. AV Summe	16,0	31,3	28,5	27,0	25,9	25,1	24,5	24,1	23,8
1. Immat. VG	8,5	23,5	20,3	18,5	17,0	15,8	14,9	14,2	13,6
2. Sachanlagen	5,0	5,3	5,6	6,0	6,4	6,7	7,0	7,3	7,6
II. UV Summe	28,7	25,0	28,7	33,6	39,7	44,1	47,8	53,7	59,5
PASSIVA									
I. Eigenkapital	30,6	29,9	32,1	36,4	41,7	45,9	50,4	55,3	60,4
II. Rückstellungen	3,3	3,5	3,6	3,8	3,9	4,1	4,3	4,4	4,6
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,2	11,5	9,4	9,4	8,0	6,2	3,6	2,5	1,2
2. Kurzfristiges FK	7,6	11,4	12,2	11,1	12,0	13,0	14,0	15,5	17,1
BILANZSUMME	44,7	56,3	57,2	60,6	65,6	69,2	72,2	77,7	83,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzerlöse	44,6	58,0	65,6	72,1	79,0	86,1	93,4	100,9	108,9
Gesamtleistung	45,1	58,3	65,9	72,4	79,3	86,4	93,8	101,2	109,3
Rohertrag	40,0	52,5	59,4	65,5	71,9	78,5	85,3	92,3	99,9
EBITDA	0,0	3,2	8,1	9,7	11,4	13,2	15,1	17,2	19,5
EBIT	-3,0	-0,3	3,5	6,4	8,4	10,4	12,5	14,7	17,1
EBT	-3,0	-0,9	3,1	6,1	8,3	10,5	12,8	15,3	17,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,9	-0,6	2,2	4,3	5,8	7,3	8,9	10,7	12,5
JÜ	-1,9	-0,6	2,2	4,3	5,8	7,3	8,9	10,7	12,5
EPS	-1,04	-0,32	1,14	2,28	3,06	3,88	4,73	5,67	6,63

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Cashflow	-0,1	2,9	6,7	7,6	8,8	10,1	11,5	13,2	14,9
CF operativ	-0,4	2,3	6,4	7,3	8,4	10,1	14,3	13,2	14,9
CF aus Investition	-1,6	-18,8	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1
CF aus Finanzierung	-1,6	11,5	-2,3	-2,2	-2,1	-5,2	-7,5	-6,9	-8,8
Liquidität Jahresanfa.	13,7	10,2	5,2	7,5	10,8	15,2	18,1	22,9	27,1
Liquidität Jahresende	10,2	5,2	7,5	10,8	15,2	18,1	22,9	27,1	31,1

Kennzahlen

Prozent	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022
Umsatzwachstum	5,1%	30,0%	13,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
Rohertagsmarge	89,6%	90,5%	90,7%	90,8%	91,0%	91,2%	91,3%	91,5%	91,7%
EBITDA-Marge	0,1%	5,5%	12,4%	13,5%	14,4%	15,3%	16,2%	17,1%	17,9%
EBIT-Marge	-6,8%	-0,5%	5,4%	8,9%	10,6%	12,1%	13,4%	14,6%	15,7%
EBT-Marge	-6,7%	-1,5%	4,7%	8,5%	10,5%	12,2%	13,7%	15,2%	16,4%
Netto-Marge (n.A.D.)	-4,2%	-1,0%	3,3%	6,0%	7,3%	8,5%	9,6%	10,6%	11,5%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94

Telefax: +49 (0) 251-13476-92

E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (www.lp-software.de) erstellt.

Disclaimer

Rechtliche Angaben (§34b Abs. 1 WpHG und FinAnV)

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der Finanzanalyse ist die sc-consult GmbH mit Sitz in Münster, die derzeit von den beiden Geschäftsführern Dr. Adam Jakubowski und Dipl.-Kfm. Holger Steffen vertreten wird. Die sc-consult GmbH untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt und Graurheindorfer Strasse 108, D-53117 Bonn.

I) Interessenkonflikte

Im Rahmen der Erstellung der Finanzanalyse können Interessenkonflikte auftreten, die im Folgenden detailliert aufgeführt sind:

- 1) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag des Unternehmens entgeltlich erstellt
- 2) Die sc-consult GmbH hat diese Studie im Auftrag von Dritten entgeltlich erstellt
- 3) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung dem Auftraggeber / dem Unternehmen zur Sichtung vorgelegt
- 4) Die Studie wurde aufgrund sachlich berechtigter Einwände des Auftraggebers / des Unternehmens inhaltlich geändert
- 5) Die sc-consult GmbH unterhält mit dem Unternehmen, das Gegenstand der Finanzanalyse ist, über das Research hinausgehende Auftragsbeziehungen (z.B. Investor-Relations-Dienstleistungen)

6) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person halten zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Aktien von dem Unternehmen oder derivative Instrument auf die Aktie

7) Die sc-consult GmbH hat die Aktie in ein von ihr betreutes Musterdepot aufgenommen

Im Rahmen der Erstellung dieser Finanzanalyse sind folgende Interessenskonflikte aufgetreten: 1), 3),

Die sc-consult GmbH hat im Rahmen der Compliance-Bestimmungen Strukturen und Prozesse etabliert, die die Identifizierung und die Offenlegung möglicher Interessenkonflikte sicherstellen. Der verantwortliche Compliance-Beauftragte für die Einhaltung der Bestimmung ist derzeit der Geschäftsführer Dipl.-Kfm. Holger Steffen (Email: holger.steffen@sc-consult.com)

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurserwartung in den nächsten zwölf Monaten. Außerdem wird das jeweilige Prognoserisiko in einer Range von 1 (niedrig) bis 6 (hoch) quantifiziert. Die Urteile lauten dabei:

Strong Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als unterdurchschnittlich (1 bis 2 Punkte) ein.
Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als durchschnittlich (3 bis 4 Punkte) ein.
Speculative Buy	Wir rechnen mit einem Anstieg des Preises des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent. Das Prognoserisiko stufen wir als überdurchschnittlich (5 bis 6 Punkte) ein.
Hold	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments stabil bleibt (zwischen -10 und +10 Prozent). Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.
Sell	Wir rechnen damit, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments um mindestens 10 Prozent nachgibt. Das Urteil wird hinsichtlich des Prognoserisikos (1 bis 6 Punkte) nicht weiter differenziert.

Die erwartete Kursänderung bezieht sich auf den aktuellen Aktienkurs des analysierten Unternehmens. Bei diesem und allen anderen in der Finanzanalyse angegebenen Aktienkursen handelt es sich um XETRA-Schlusskurse des letzten Handelstages vor der Veröffentlichung. Falls das Wertpapier nicht auf Xetra gehandelt wird, wird der Schlusskurs eines anderen öffentlichen Handelsplatzes herangezogen und dies gesondert vermerkt.

Die im Rahmen der Urteilsfindung veröffentlichten Kursziele für die analysierten Unternehmen werden mit gängigen finanzmathematischen Verfahren berechnet, in erster Linie mit der Methodik der Free-Cashflow-Diskontierung (DCF-Methode), dem Sum-of-Parts-Verfahren sowie der Peer-Group-Analyse. Die Bewer-

tungsverfahren werden von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, insbesondere von der Entwicklung der Marktzinsen, beeinflusst.

Das aus dieser Methodik resultierende Urteil spiegelt die aktuellen Erwartungen wider und kann sich in Abhängigkeit von unternehmensindividuellen oder volkswirtschaftlichen Änderungen jederzeit ändern.

In den letzten 24 Monaten hat die sc-consult folgende Finanzanalysen zu dem Unternehmen veröffentlicht:

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
22.04.2015	Buy	49,50 Euro	1), 3)
23.01.2015	Buy	45,00 Euro	1), 3)
10.10.2014	Buy	51,30 Euro	1), 3), 4)
18.06.2014	Buy	55,60 Euro	1), 3),
18.02.2014	Buy	56,00 Euro	1), 3)
12.12.2013	Hold	38,60 Euro	1), 3)
05.09.2013	Buy	37,30 Euro	1), 3)
04.06.2013	Buy	38,30 Euro	1), 3), 4)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Drei Updates

Die Veröffentlichungstermine der Finanzanalysen stehen zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht verbindlich fest.

Haftungsausschluss

Herausgeber der Studie ist die sc-consult GmbH. Die Herausgeberin übernimmt keinerlei Gewähr für die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten in der Analyse. Die vorliegende Studie wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Die Analyse dient ferner ausschließlich der unabhängigen und eigenverantwortlichen Information des Lesers und stellt keineswegs eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der besprochenen Wertpapiere dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Herausgeberin für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Herausgeberin jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Es wird keine Haftung für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art übernommen, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.

Copyright

Das Urheberrecht für alle Beiträge und Statistiken liegt bei der sc-consult GmbH, Münster. Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck, Aufnahme in Online-Dienste, Internet und Vervielfältigungen auf Datenträgern nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung.