

16. Mai 2017  
**Research Studie**

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research

## GK Software AG

Neues Produkt als echter Volltreffer

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **79,32 Euro** | Kursziel: **97,00 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](mailto:kontakt@sc-consult.com)  
**Internet:** [www.sc-consult.com](http://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 .....	22
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	23
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	24
Impressum & Disclaimer.....	25

# Snapshot



## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	877
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Kurs:</b>	79,32 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienzahl:</b>	1,89 Mio. Stück
<b>Market Cap:</b>	149,9 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	158,7 Mio. Euro
<b>Free-Float:</b>	44,8 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12 M):</b>	80,51 / 41,26 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	99,0 Tsd. Euro

## Kurzportrait

GK Software hat sich in wenigen Jahren vom deutschen Marktführer für Einzelhandelssoftware zu einem global führenden Anbieter gewandelt. Beflügelt von der immer besser funktionierenden Partnerschaft mit SAP, der sehr guten Resonanz auf die neue Kassenslösung OmniPOS und der in Europa schwächelnden Konkurrenz hat das Unternehmen im letzten Jahr erneut eine sehr lebhaft Nachfrage verzeichnet und den Umsatz deutlich stärker als erwartet gesteigert. Erfreulicherweise ging dies mit einer spürbaren Verbesserung der Profitabilität im Bestandsgeschäft einher, so dass das Ergebnis nach zwei Verlustjahren wieder in die Gewinnzone zurückgeführt werden konnte. Das Margenniveau, das aufgrund der Expansionskosten in den letzten Jahren kräftig gelitten hatte, ist zwar noch weit unter den vergangenen Werten wie auch unter der Zielsetzung einer EBIT-Marge von über 15 Prozent, doch die Trendwende scheint geschafft. Da wir davon ausgehen, dass der positive Trend fortgesetzt wird, haben wir in Reaktion auf die übertroffenen Erwartungen unsere Schätzungen erhöht und sehen den fairen Wert nun bei 97,00 Euro. Unser Rating bleibt „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Umsatz (Mio. Euro)	44,6	62,6	77,3	88,9	97,4	106,1
EBIT (Mio. Euro)	-3,0	-1,3	3,9	6,5	8,9	11,7
Jahresüberschuss	-1,9	-1,5	2,8	4,2	5,9	8,0
EpS	-1,04	-0,79	1,50	2,22	3,10	4,21
Dividende je Aktie	0,25	0,00	0,00	0,25	0,50	0,75
Umsatzwachstum	5,1%	40,3%	23,5%	15,0%	9,5%	9,0%
Gewinnwachstum	-	-	-	48,3%	40,0%	35,6%
KUV	3,36	2,39	1,94	1,69	1,54	1,41
KGV	-	-	53,0	35,8	25,6	18,8
KCF	-	68,3	40,5	18,6	15,9	14,0
EV / EBIT	-	-	40,2	24,5	17,8	13,5
Dividendenrendite	0,3%	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%	0,9%

## Executive Summary

---

- **Starke Marktposition:** GK Software ist ein führender Anbieter von Einzelhandelssoftware. Das Unternehmen zählt zahlreiche Branchengrößen zu seinen Kunden, im deutschen Lebensmittel-Discounthandel, in dem neben Lidl seit dem letzten Jahr auch ALDI Nord auf die Software der Sachsen setzt, dürfte der Marktanteil weit oberhalb der 50-Prozent-Marke liegen.
- **Attraktiver Markt:** Entwicklungen wie der Siegeszug 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.
- **Innovations- und Technologieführerschaft:** Seine starke Marktstellung verdankt GK Software dem hohen Innovationsgrad der Software, die einen sehr großen Funktionsumfang mit einer ausgeprägten Modularität und Flexibilität verbindet. Im letzten Jahr wurde diese Innovationsführerschaft mit der Einführung der neuen, cloud-fähigen Omnichannel-Kassenlösung OmniPOS, mit der GK Software auf Anhieb mehrere namhafte Kunden (darunter ALDI Nord) gewinnen konnte, nachdrücklich unterstrichen.
- **Erfolgreiche 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, die auch gemeinsame Entwicklung und Messeauftritte umfasst, bereits 40 Kundenprojekte hervorgegangen.
- **Starkes Neugeschäft:** Nach einer längeren Schwächephase hat das Neugeschäft seit Anfang 2015 deutlich an Schwung gewonnen und GK Software Lizenzerlöse in Rekordhöhe beschert.
- **Internationalisierungsfortschritte:** Viele der neuen Kunden stammen aus dem Ausland, womit sich die hohen Vorleistungen in die Internationalisierung auszuzahlen beginnen. Der Umsatzanteil ausländischer Kunden hat sich seit 2014 fast verdoppelt, vor allem in Nordamerika hat sich GK Software als ein ernstzunehmender Anbieter etabliert.
- **Turnaround geschafft:** Ein zentraler Erfolg des letzten Jahres war die deutliche Verbesserung der Profitabilität des Bestandsgeschäfts, die in den Vorjahren unter dem rasanten Wachstum der Organisation gelitten hatte. Dadurch sowie durch die hohen Lizenzerlöse konnte GK Software 2016 nach zwei Verlustjahren wieder in die Gewinnzone zurückkehren.
- **Aktie weiter attraktiv:** Nachdem uns die Stärke des Umsatz- und vor allem des Ergebniswachstums positiv überrascht hat, haben wir unsere Schätzungen angehoben und sehen den fairen Wert nun bei 97,00 Euro (inkl. einer hypothetischen Übernahmeprämie). GK Software verfügt aktuell über alle notwendigen Zutaten, um den dynamischen Wachstumskurs fortzusetzen und dabei die Profitabilität zu verbessern. Das größte Risiko sehen wir weiterhin in der notwendigen Verbesserung der Profitabilität des Bestandsgeschäfts, werten aber die diesbezüglich erzielten Fortschritte als ein sehr positives Signal. Wir sehen uns deswegen in unsere Einschätzung bestätigt und bekräftigen das Urteil „Buy“.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Führender Anbieter spezialisierter Software für den Einzelhandel mit einer breiten und renommierten Kundenbasis.
- Technologie- und Innovationsführerschaft, die letztes Jahr mit dem Markterfolg der neuen Kassenslösung nachdrücklich unterstrichen wurde.
- Umfassende Partnerschaft mit SAP, die mit einer Kapitalbeteiligung und einem Vorkaufsrecht unterlegt ist und aus der bereits 40 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen sind.
- Der im Windschatten von SAP forcierte Wandel zu einem globalen Anbieter zahlt sich zunehmend in hohen Auslandsumsätzen aus.
- Nach zwei Verlustjahren wurde letztes Jahr eine deutliche Rückkehr in die Gewinnzone erreicht.

## Chancen

- Hoher Kostendruck und technologischer Wandel im Einzelhandel dürften den Bedarf an modernen IT-Lösungen erhöhen.
- Die Auslandsmärkte (vor allem USA) bieten noch große Potenziale für Marktanteilszugewinne.
- Die erfolgreiche Einführung von OmniPOS, die Gewinnung von namhaften Kunden (ALDI Nord) und die reibungslose Umsetzung erster Projekte könnten das Neugeschäft stark beflügeln.
- Die Vertriebspipeline (eigene und beim Partner SAP) ist weiterhin gut gefüllt. Darüber hinaus könnte die moderne OmniPOS-Lösung die Update-Bereitschaft von Bestandskunden stärken.
- Die Vertriebskraft der wichtigsten Wettbewerber in Deutschland dürfte aktuell aus unternehmensindividuellen Gründen geschwächt sein.
- Die enge Partnerschaft mit SAP sorgt für Übernahmephantasie.

## Schwächen

- Hohes Gewicht von einzelnen Großkunden und von Großprojekten.
- Der hohe Dienstleistungsanteil begrenzt die Skalierungspotenziale des Geschäftsmodells.
- Die hohen Kosten der internationalen Expansion und der rasant erweiterten Organisation lasten noch auf der Profitabilität, das Bestandsgeschäft ist trotz der erreichten Fortschritte noch klar defizitär.
- Trotz der Internationalisierungsfortschritte ist das Geschäft noch stark vom deutschen Einzelhandel abhängig, in den USA steht die Gewinnung eines Top-Kunden noch aus.

## Risiken

- Die Bemühungen um die weitere Verbesserung der Profitabilität könnten scheitern und umfassendere Maßnahmen erforderlich machen.
- Eine unerwartete Schwäche des Neugeschäfts hätte angesichts der Profitabilitätsdefizite im Bestandsgeschäft einen deutlichen Verlust zu Folge.
- Die erhöhte Komplexität der Kundenprojekte sorgt für steigende Kosten und für ein erhöhtes Risiko negativer Projektentwicklungen.
- Mit dem Ausbau des Mitarbeiterstamms steigt das Auslastungsrisiko.
- 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 877 Mitarbeiter.

## Großer Programmierstandort in Tschechien

Diese verteilen sich im Wesentlichen auf die AG selbst sowie auf acht hundertprozentige Töchter, die insgesamt zwölf Standorte unterhalten. Der größte Standort ist mit 288 Beschäftigten der Firmensitz in Schöneck, wo unter dem Dach der Konzernmutter administrative Aufgaben, Produktentwicklung, Projektmanagement und Third-Level-Support angesiedelt sind. Ebenso unter dem Dach der AG angesiedelt ist der Berliner Standort, von dem aus 53 Mitarbeiter die Bereiche Marketing, Vertrieb und Partneraktivitäten betreuen. Eine Schlüsselstellung innerhalb des Geschäftsmodells kommt der Tochter EUROSOFTWARE aus Pilsen zu, die mit ihren 183 Mitarbeitern für einen Großteil der eigentlichen Softwareproduktion sowie für Forschung & Entwicklung verantwortlich ist. Seit Anfang 2016 gehört zudem ein weiterer Near-Shoring-Standort in Lwiw in der Ukraine zum Konzern (derzeit 20 Mitarbeiter), mit dem sich GK-Software die gute Verfügbarkeit von IT-Fachkräften sowie das niedrige Lohnniveau in der westukrainischen Stadt zunutze machen will. Weitere 130 Mitarbeiter sind im saarländischen St. Ingbert angesiedelt und betreuen von dort kundenspezifische Projekte sowie die Kunden der nicht mehr vertriebenen Lösung SQRS. Der Schweizer Be-

teiligung StoreWeaver GmbH (5 Mitarbeiter) obliegt die Weiterentwicklung der Produktgruppe StoreWeaver EE, während der Schwerpunkt der seit Dezember 2012 zum Konzern dazugehörigen AWEK-Gruppe mit ihren zwei Standorten (Hamburg und Bielefeld) und 126 Mitarbeitern in IT-Serviceleistungen für den Einzelhandel liegt.

### Tochtergesellschaften des GK-Software-Konzerns

Gesellschaft	Sitz	Mitarbeiter
EUROSOFTWARE S.R.O.	Pilsen	183
StoreWeaver GmbH	Dübendorf	5
AWEK GmbH	Hamburg	103
AWEK microdata GmbH	Bielefeld	23
GK SOFTWARE USA, INC.	Raleigh, NC	41
GK SOFTWARE AFRICA (PTY), Ltd.	Bryanston	15
OOO GK SOFTWARE RUS	Moskau	2
EUROSOFTWARE-UA LLC	Lwiw	20

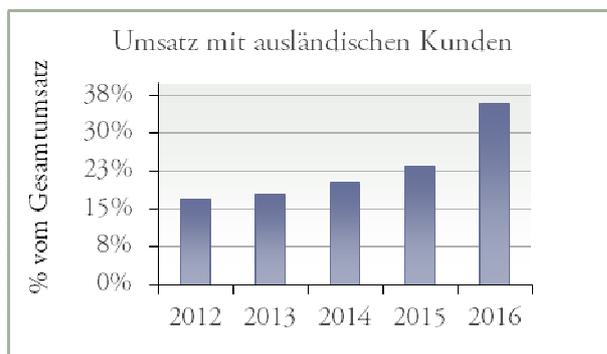
Quelle: Unternehmen;

## In den USA etabliert

Zur Erschließung der Märkte in den USA, Afrika und Russland verfügt GK Software über entsprechende Landes- bzw. Regionalgesellschaften, die vor Ort den Vertrieb und vor allem die Projektumsetzung und den Service übernehmen. Ein besonderer Fokus liegt dabei auf den USA, wo GK die eigene Präsenz durch eine große Akquisition im Jahr 2015 entscheidend ausgebaut hat. Dadurch sowie durch den anschließenden fortgesetzten Mitarbeiteraufbau wurde die Mannschaftsstärke in den USA seit Anfang 2015 auf inzwischen 41 mehr als verzehnfacht. In Verbindung mit den ersten gewonnenen und inzwischen erfolgreich umgesetzten Referenzprojekten hat sich GK damit in kürzester Zeit in den USA etabliert.

## Führende Marktstellung

Während das Unternehmen aber in den USA als Herausforderer agiert, der noch im Schatten einiger Konkurrenten (vor allem Oracle) steht, verfügen die Sachsen diesseits des Atlantiks über eine ganz starke Marktstellung, in Deutschland ist das Unternehmen mit einem Marktanteil von 34 Prozent die klare Nummer eins. Besonders ausgeprägt ist die Marktführerschaft im deutschen Lebensmittel-Discounthandel, wo GK-Software mit Kunden wie Lidl schon im letzten Jahr einen Anteil von über 40 Prozent hielt und zuletzt zusätzlich ALDI Nord für den Einsatz seiner Software gewinnen konnte. Europaweit beziffern die Sachsen ihren Anteil am Markt für Einzelhandelssoftware auf etwa 10 Prozent, womit sie der führende europäische Anbieter sind. Der Schwerpunkt liegt dabei vor allem auf sehr großen Filialketten, von den weltweit 50 größten Einzelhändlern setzt ein Fünftel die Produkte von GK Software ein.



Quelle: Unternehmen; ohne Auslandsumsätze mit deutschen Kunden

## Weltweite Installationsbasis

Dementsprechend breit ist die Installationsbasis. Ende 2016 waren 223.400 Systeme in über 40 Tsd. Geschäften in 42 Ländern im produktiven Einsatz. Die breite geographische Verteilung der Installationsbasis war dabei über viele Jahre vor allem auf die internationalen Aktivitäten der Kunden zurückzuführen, denen GK Software in weitere Länder und Regionen folgte und folgt. Seit einigen Jahren gewinnt aber auch die genuine Internationalisierung deutlich an Schwung. Der Umsatz mit ausländischen Kunden hat sich in den letzten zwei Jahren auf 27,8 Mio. Eu-

ro verdreifacht, der Anteil am Konzernumsatz hat sich letztes Jahr fast verdoppelt.

## 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 sowie der führende russische Lebensmittelhändler X5 Retail Group auf die Lösungen von GK Software. In Nordamerika zählt unter anderem Loblaw, Kanadas größter Einzelhändler, zu den Kunden.

## ...um ALDI Nord erweitert

Im letzten Jahr konnten weitere Kunden in Nord- und Mittelamerika gewonnen werden. Darunter befindet sich ein Betreiber von exklusiven Golf-Shops in den USA (26 Shops), ein filialisierter Fleischhändler aus Mexiko (450 Filialen), eine Apotheken-Kette aus Guatemala (260) und zwei Supermarktbetreiber aus Panama (zusammen 180). Die aufsehenerregendsten Abschlüsse gelangen aber letztes Jahr in Deutschland und Europa, wo GK Software zwei große Baumarktketten (260 resp. 350 Standorte), einen schweizerischen, weltweit mit 1.200 Filialen agierenden Luxushändler und Gerry Weber mit weltweit mehr als 1.500 Standorten gewinnen konnte. Doch selbst der Gerry Weber-Abschluss wurde durch die Gewinnung von ALDI Nord in den Schatten gestellt. Der Lebensmitteldiscounter will seine europaweit fast 4.900 Filialen sukzessive mit der neuen Kassenslösung von GK ausstatten (siehe unten).

## Kundenzahl verdoppelt

Insgesamt konnte GK Software im letzten Jahr zehn neue Kunden gewinnen. Den Gesamtbestand beziffert das Unternehmen auf 142, womit sich die Kundenbasis bereinigt um den Akquisitionseffekt seit Ende 2014 fast verdoppelt hat. Besonders stark ist

GK Software dabei in den Segmenten Lebensmittel, Drogerie & Haushalt, Mode & Lifestyle, Bau- und Einrichtungsmärkte 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 passgenau bedient werden können. 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.

### **Erfolgreiche SAP-Partnerschaft**

Die hohe Qualität und der große Funktionsumfang der GK-Lösungen wurden im Jahr 2011 durch SAP geädelt, die diese seitdem eigenen Kunden aus dem Handelsbereich als Branchenlösung anbietet. Inzwischen vertreibt SAP fünf zentrale Elemente der GK/Retail Business Suite auf vier Kontinenten, zusätzlich hat der Walldorfer Konzern im letzten Jahr die von GK entwickelte Lösung Central Pricing Engine in das eigene Lösungsangebot integriert. Für die SAP-Kunden, die bisher die Kassenlösung SAP POS/Triversity verwenden, wurde zudem ein Migrationspfad zu der GK-Lösung entwickelt. Darüber hinaus umfasst die Zusammenarbeit eine enge Abstimmung auf den Gebieten Forschung und Entwicklung sowie gemeinsame Messeauftritte. GK Software profitiert von der Partnerschaft durch einen großen Renommeezugewinn, vor allem aber erschließt sich GK Software damit einen sehr potenziellträchtigen 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 40 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen, hiervon allein 14 im vorletzten und 8 im letzten Jahr. Auch die in der Branche aufsehenerregende Beauftragung durch ALDI Nord ist dieser Zusammenarbeit zu verdanken. 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.

### **OmniPOS als Verkaufsschlager**

Ein Grund für die erfolgreiche Kundengewinnung im letzten Jahr war die neue Kassenlösung OmniPOS, die GK-Software erst Anfang 2016 vorgestellt hat und die auf eine sehr lebhaftere Nachfrage gestoßen ist. Es handelt sich dabei um eine Cloudlösung, deren sämtliche Funktionen modular je nach Bedarf

zentral oder dezentral ausgestaltet werden können und die es dem Händler erlaubt, Prozesse wie die Preisberechnung konsistent über sämtliche Vertriebskanäle (stationär, online, mobil) zu gestalten. Alle Neukunden des letzten Jahres haben sich für diese neue Lösung entschieden, darüber hinaus berichtet GK Software von spürbarem Interesse auf Seiten von Bestandskunden, auf OmniPOS umzusteigen. Insgesamt gibt es aktuell schon mehr als 15 Kundenprojekte mit OmniPOS, von denen für einen Händler in Großbritannien und Irland die neue Software bereits komplett auf alle Filialen ausgerollt worden ist. In vier weiteren, zum Teil sehr großen Projekten gibt es bereits produktive Pilotinstallationen, mit denen der Rollout vorbereitet wird.

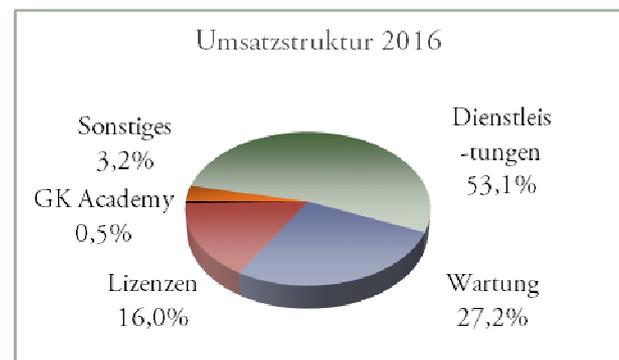
### Komplettangebot

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 einzelhandelsrelevanten Hard- und Softwareprodukte. Mit dem Einstieg in dieses Segment, das im letzten Jahr 15 Prozent der Konzernerlöse erwirtschaftete, hat sich GK Software als Komplettanbieter für die Einzelhandels-IT positioniert und damit sowohl die Wertschöpfungstiefe vergrößert als auch den Marktzugang weiter verbessert. Darüber hinaus umfasst das Segment IT-Services auch das Geschäft mit einer zweiten Produktlinie (euroSUITE), mit der vor allem kleinere Handelsketten adressiert werden.

### Schwerpunkt auf Dienstleistungen

Die Erlösstruktur von GK Software beruht schwerpunktmäßig auf drei Säulen: Lizenzerlöse, Dienstleistungen und Wartung. Eine herausgehobene Stellung spielen dabei die Lizenzerlöse, die besonders margenstark, aber auch besonders schwankungsanfällig und teilweise von einzelnen Abschlüssen abhängig sind.

Ihr Anteil am Konzernumsatz lag im letzten Jahr bei 16,0 Prozent. Das größte Erlösolumen (53,1 Prozent im letzten Jahr) erzielt das Unternehmen aber mit Dienstleistungen. Darunter subsumiert GK vor allem die Umsätze aus der Implementierung der Software sowie aus den kundenindividuellen Anpassungs- und Erweiterungsprojekten. Da sich die Filiallandschaft ständig verändert, generiert GK mit solchen Dienstleistungen auch bei Bestandskunden laufend hohe Einnahmen, die im Zeitablauf die ursprünglichen Lizenzzahlungen um ein Vielfaches übertreffen können. Zu den Dienstleistungen zählen schließlich auch Tätigkeiten wie die Bedarfs- und Strukturanalyse sowie Beratung und Projektmanagement.



Quelle: Unternehmen

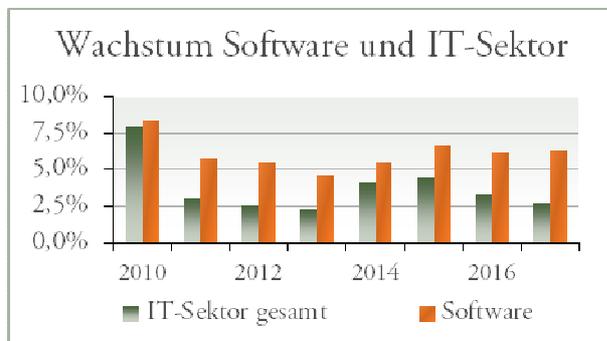
### Stabile Wartungserlöse

Relativ an Bedeutung eingebüßt haben im letzten Jahr die Wartungserlöse, die absolut nur minimal zugelegt haben und deren Anteil am Konzernumsatz sich deswegen um 6 Prozentpunkte auf 27,2 Prozent reduziert hat. Weitere Einnahmen (0,5 Prozent der Konzernerlöse) erzielt GK Software mit Schulungs- und Zertifizierungsangeboten im Rahmen der GK Academy, mit denen Mitarbeiter von Partnerunternehmen (vor allem Systemhäuser) für Implementierungsprojekte vorbereitet bzw. Hardwaresysteme für die Software zertifiziert werden. Allein im letzten Jahr wurden Mitarbeiter von zwölf Partnerunternehmen geschult, womit die verfügbare Umsetzungskapazität für Implementierungsprojekte weiter vergrößert werden konnte.

# Marktumfeld

## Überdurchschnittliche Marktdynamik

Mit dem Fokus auf Software und IT-Dienstleistungen agiert GK Software in Märkten mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik. Insbesondere der Software-Sektor gehört zu den wachstumsstärksten Segmenten der deutschen Volkswirtschaft. So ist der deutsche Softwaremarkt seit 2010 um durchschnittlich mehr als 6 Prozent pro Jahr gewachsen, im letzten Jahr um 6,2 Prozent (Quelle: BITKOM). Für das laufende Jahr erwartet der Branchenverband BITKOM sogar eine weitere Zunahme der Dynamik auf 6,3 Prozent und damit einen Branchenumsatz von 23 Mrd. Euro. Die Entwicklung der IT-Dienstleistungsunternehmen ist demgegenüber etwas moderater, im gesamtwirtschaftlichen Kontext aber immer noch überdurchschnittlich. Im letzten Jahr erhöhten sie ihre Umsätze um 2,7 Prozent auf 38,1 Mrd. Euro, im Schnitt der letzten sieben Jahre betrug das Wachstum 2,3 Prozent p.a.

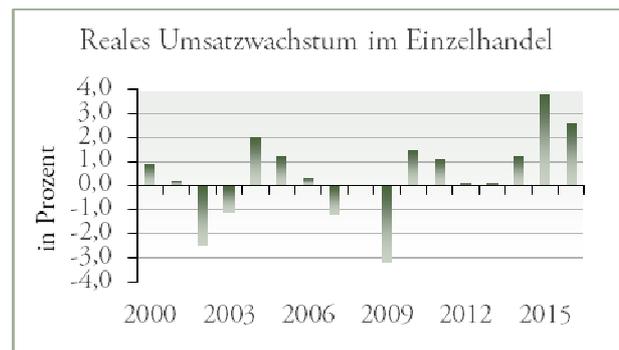


Quelle: BITKOM

## Einzelhandel mit Wachstumsbeschleunigung

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 über 480 Mrd. Euro und trägt damit 15,7 Prozent zur deutschen Wirtschaftsleistung bei (Quelle: HDE). Dieser Anteil ist jedoch in den letzten Jahren gesunken, denn preisbereinigt haben die Umsätze der Einzelhändler

zwischen 2000 und 2013 stagniert. Dies hat sich allerdings in den letzten drei Jahren etwas geändert, in denen das reale Wachstum deutlich angezogen hat. 2016 wurde mit 2,6 Prozent der beste Wert seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1994 verzeichnet (der Wert aus 2015 ist durch die erstmalige Berücksichtigung eines ausländischen Internethändlers, der eine Niederlassung in Deutschland gründete, verzerrt). Ohne Inflationsbereinigung wird das Umsatzwachstum des Einzelhandels vom Statistischen Bundesamt im Durchschnitt der letzten 20 Jahre auf 0,9 Prozent angegeben (arithmetisches Mittel).

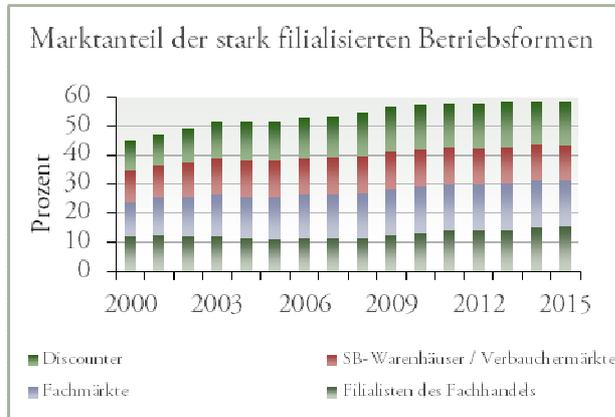


Quelle: DESTATIS

## Strukturverschiebung

Die Daten zur Entwicklung des gesamten Einzelhandels verdecken, dass es innerhalb des Sektors deutliche Unterschiede gibt. Mit anderen Worten: verschiedene Segmente des Einzelhandels haben sich in den letzten Jahren durchaus sehr unterschiedlich entwickelt, in Teilbereichen wurden starke Zuwächse verzeichnet. So konnten gerade die von GK Software adressierten Filialketten in den letzten Jahren ihren Marktanteil zulasten anderer Handelsformen ausweiten. Die Filialisten des Fachhandels zum Beispiel haben ihren Marktanteil zwischen dem Jahrtausendwechsel und dem Jahr 2015 von 12,2 auf 15,5 Prozent erhöht, die Discounter haben ihren Marktanteil seit 2000 sogar um 50 Prozent auf 15,1 Prozent gesteigert. Insgesamt entfallen inzwischen fast 60 Pro-

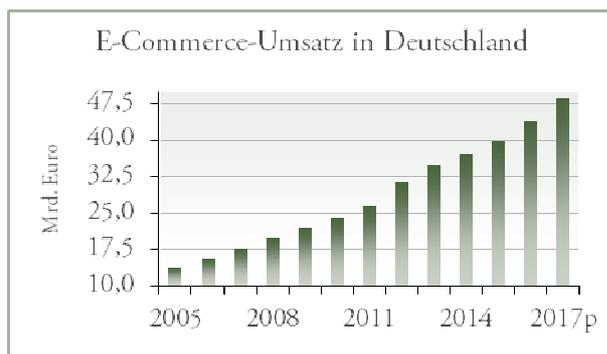
zent der Handelsumsätze auf solche stark filialisierten Betriebsformen, zur Jahrtausendwende waren es erst 45 Prozent (Quelle: HDE).



Quelle: HDE

## Online-Handel boomt

Eine noch gravierendere Strukturverschiebung betrifft die Verlagerung der Handelsumsätze zum Onlinehandel. Dieser wächst seit Jahren deutlich überproportional und ein Nachlassen der Dynamik ist erkennbar. Nach Angaben des HDE haben sich die Online-Umsätze zwischen 2005 und 2016 im Schnitt um 11,2 Prozent auf 44 Mrd. Euro erhöht, auch für das laufende Jahr wird ein zweistelliger Zuwachs auf 48,8 Mrd. Euro erwartet.



Quelle: HDE

## Mobile-Commerce wird immer wichtiger

Neben dem stationären Internet gewinnt zudem mobile-Commerce an Bedeutung. Nach Angaben des Bundesverbandes des Deutschen Versandhandels (BVH) hat sich der Anteil der Käufe über mobile

Geräte am gesamten E-Commerce-Umsatz im letzten Jahr um 2 Prozentpunkte auf 24 Prozent erhöht.

## 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. Das Institut für Handelsforschung sieht deswegen eine starke Tendenz zum Zusammenwachsen des stationären und des Online-Handels und erachtet die Mehrkanalfähigkeit als ein zentrales Kriterium für die Überlebensfähigkeit eines Händlers. Bestätigt wird diese Einschätzung durch die Zahlen des Bundesverbandes des Deutschen Versandhandels, der im letzten Jahr den höchsten Umsatzzuwachs im E-Commerce für diejenigen Versender konstatiert, die ihre Heimat im stationären Handel haben. Diese haben nach BHV-Angaben ihren Online-Umsatz im letzten Jahr um 31,7 Prozent auf 6,9 Mrd. Euro ausgeweitet, während Pure Play Internet-Händler „lediglich“ um 20,6 Prozent und Online-Marktplätze wie Amazon oder Ebay um 7,1 Prozent zugelegt haben.

## 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 dessen 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 Kundenseite als auch auf der Händlerseite, das Angebot individualisierter Liefer- und Abholdienste 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

wachsende Sortimentsvielfalt für zunehmende Komplexität sorgen und damit eine zusätzliche Herausforderung darstellen. Aber auch die vielfältigen Instrumente zur Kundenbindung (Rabattaktionen, Treueprogramme etc.) sowie die zunehmende Vielfalt an unterschiedlichen Zahlungssystemen erhöhen die IT-Ansprüche.

### **Investitionsbereitschaft nimmt zu**

Angesichts dieser zahlreichen umwälzenden Entwicklungen, mit denen der Einzelhandel aktuell konfrontiert wird, ist das Thema IT für die Branche zu einer strategischen Frage geworden. Einer von GK Software zitierten Studie des EHI Retail Institute zufolge wollen 95 Prozent der befragten Handelsunternehmen ihre IT-Ausgaben zumindest konstant halten oder erhöhen, 39 Prozent von ihnen erwarten zudem eine stark steigende Bedeutung von Cloud-Diensten. Allerdings bedeutet die steigende Bedeutung der IT, dass die Entscheidung über Investitionen in neue IT mit entsprechender Vorsicht angegangen wird, 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 inzwischen

scheint sich der Stau langsam zu lösen, wie nicht zuletzt das starke Neugeschäft von GK Software in den letzten zwei Jahren signalisiert.

### **Wichtige Wettbewerber nehmen eine Auszeit**

In dieser für den Einzelhandel wichtigen Phase können Anbieter punkten, die in der Lage sind, überzeugende Antworten auf die vielfältigen technologischen Herausforderungen zu geben. Das globale Wettbewerbsumfeld umfasst zwar mehrere große Unternehmen wie Oracle, NCR, Toshiba, Diebold-Nixdorf oder Fujitsu, die dazu in der Lage sein sollten, doch die meisten davon konzentrieren sich vor allem auf Nordamerika, das den mit Abstand größten regionalen Einzelmarkt darstellt. Wirklich global ist nur eine Handvoll von Unternehmen, von denen gerade die europäischen bzw. die in Europa aktiven Player derzeit teilweise mit sich selbst zu tun haben. So hat Oracle seine europäischen Lösungen gekündigt und will sie durch ein einheitliches Produkt aus den USA ersetzen, was zumindest einige der Kunden zum Anlass nehmen könnten, die Vergabe komplett neu zu überdenken. Auch der Diebold-Nixdorf-Konzern, der sich mit GK Software ein Kopf-an-Kopf Rennen um den zweiten Platz in Europa liefert, ist immer noch mit den Nachwirkungen der Übernahme durch Diebold beschäftigt und restrukturiert derzeit seine Entwicklungsaktivitäten.

# Zahlen

## Umsatz versiebenfacht

GK Software hat in den letzten zehn Jahren eine bemerkenswerte Wachstumsgeschichte geschrieben. Der Umsatz, noch 2007 mit 10,7 Mio. Euro knapp im zweistelligen Millionenbereich, erreichte letztes Jahr 77,3 Mio. Euro. Teilweise waren diese Zuwächse auf Akquisitionen (wie zuletzt der Retail-Sparte von DBS Inc. im Jahr 2015) zurückzuführen, doch größtenteils wurden sie organisch erzielt. Nach einer Stagnationsphase zwischen 2010 und 2012 brachten vor allem die letzten beiden Jahre eine deutliche Wachstumsbeschleunigung, die sich in Zuwachsraten von 40,3 bzw. 23,5 Prozent niederschlug.

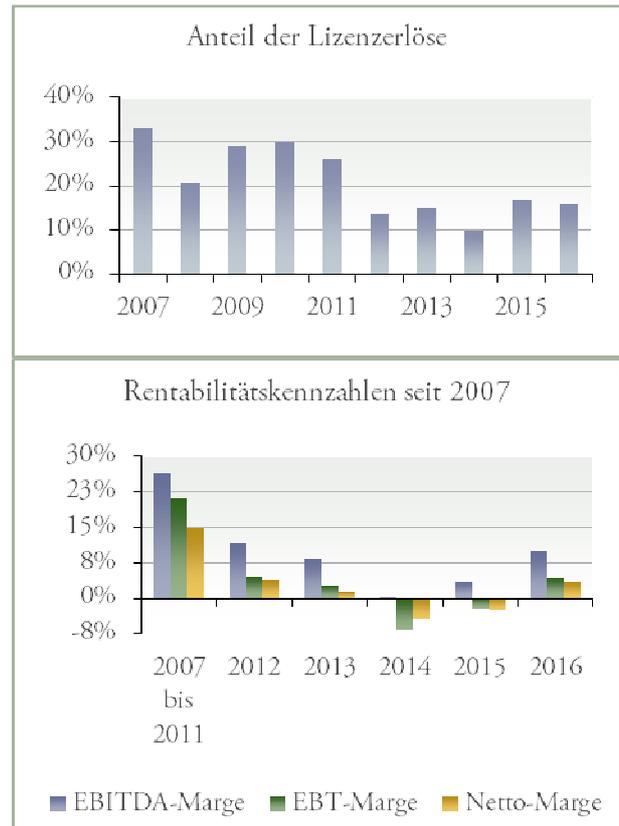


Quelle: Unternehmen

## Expansion im Windschatten von SAP

Die starke Wachstumsbeschleunigung war das Ergebnis einer expliziten Expansionsstrategie, die eine forcierte Produktentwicklung, eine stärkere Internationalisierung und einen dynamischen Personalaufbau umfasste. So hat sich der Personalbestand zwischen 2011 und 2016 ebenso verdoppelt wie der Umsatzanteil mit ausländischen Kunden, der letztes Jahr erstmals mehr als ein Drittel der Konzernumsätze ausmachte. Mit diesem Expansionskurs, der 2015 durch eine große Akquisition in den USA zusätzlich gestützt wurde, hat GK in kurzer Zeit den Wandel von einem deutschen Anbieter zu einem global aufgestellten Unternehmen vollzogen, das weltweit Kunden bedienen und entsprechende Projekte umsetzen kann. Damit wurden die Voraussetzungen ge-

schaffen, um von der Partnerschaft mit SAP vollumfänglich zu profitieren.



Quelle: Unternehmen, 2007 bis 2011 als arithmetischer Mittelwert

## Expansionskosten spürbar

Die hohen Vorleistungen in die Expansion und insbesondere die mit der schlagartig vergrößerten Organisation einhergehenden vorübergehenden Effizienzverluste haben allerdings die Margen- und Ergebnisentwicklung der letzten Jahre erheblich belastet. Verstärkt wurde dieser Effekt durch eine ausgeprägte und langanhaltende Investitionszurückhaltung potenzieller Kunden, die damit auf die umwälzenden Änderungen im Handel (Online, mobil) und die daraus resultierende Unsicherheit reagierten. Dadurch blieb die Dynamik im Neugeschäft zwischen 2012

und 2014 sehr verhalten; die Lizenzerlöse, die mit Abstand margenstärkste Einnahmeart, erreichten teilweise nur die Hälfte des Niveaus der vorangegangenen Jahre. Kumuliert führten diese Effekte seit 2012 zu einem steilen Margenverfall, der seinen Tiefpunkt 2014 erreichte, als die EBITDA-Marge von ehemals knapp 29 Prozent auf null fiel und GK Software sowohl auf der EBIT-Ebene als auch beim Nettoergebnis in die roten Zahlen rutschte.

### Trendwende in 2015

Die Trendwende wurde 2015 vollzogen, als GK Software dank des sehr hohen Umsatzwachstums um über 40 Prozent und vor allem aufgrund der um fast 140 Prozent gesteigerten Lizenzeinnahmen die EBITDA-Marge wieder auf 3,5 Prozent verbessern und den Verlust deutlich einschränken konnte.

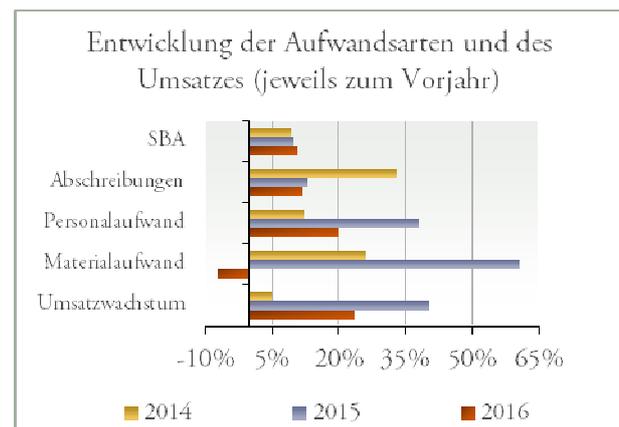
Geschäftszahlen	GJ 2015	GJ 2016	Änderung
Umsatz	62,60	77,33	+23,5%
Dienstleistungen	29,68	41,05	+38,3%
Wartung	20,76	21,05	+1,4%
Lizenzen	10,49	12,39	+18,1%
EBITDA	2,18	7,80	+258,5%
EBITDA-Marge	3,5%	10,1%	
EBIT	-1,28	3,94	-
EBIT-Marge	-2,0%	5,1%	
Vorsteuerergebnis	-1,38	3,45	-
Vorsteuerermarge	-2,2%	4,5%	
Jahresüberschuss	-1,50	2,83	-
Netto-Marge	-2,4%	3,7%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

### Rückkehr in die Gewinnzone gelungen

Die 2015 zu beobachtende Belebung des Neugeschäfts, die sich in 14 neuen Kundenprojekten bemerkbar machte, hat sich auch im letzten Geschäftsjahr fortgesetzt. Die immer besser funktionierende Partnerschaft mit SAP und die sehr gute Resonanz auf das neue Produkt OmniPOS zahlten sich in weiteren zehn Neukundenabschlüssen aus, die zusammen für Lizenzeinnahmen in Höhe von 12,4 Mio. Euro sorgten (+18,1 Prozent). Noch stärker legte das

Dienstleistungsgeschäft zu, das dank der zahlreichen Neuabschlüsse von mehreren Implementierungsprojekten sowie von der lebhaften Anpassungsnachfrage von Bestandskunden profitierte und um fast 40 Prozent zulegte. Da das hohe Umsatzwachstum mit einem nur unterproportionalen Anstieg der wichtigsten Aufwandsarten bzw. sogar mit einem Rückgang des Materialaufwands einherging, konnte GK dies in eine deutlich verbesserte Profitabilität ummünzen. Das EBITDA wurde auf 7,8 Mio. Euro mehr als verdreifacht und das EBIT drehte mit 3,9 Mio. Euro deutlich ins Plus. Obwohl sich die Zinsausgaben aufgrund der Fremdfinanzierung der DBS-Übernahme und der Steueraufwand ebenfalls sehr deutlich erhöht haben, konnten auch das Vorsteuerergebnis und das Nettoergebnis mit 3,5 resp. 2,8 Mio. Euro zurück ins Plus geführt werden.

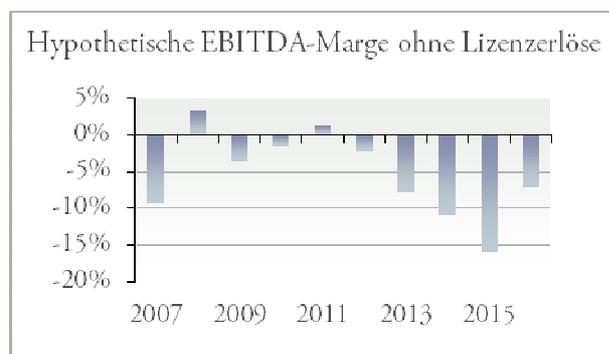


Quelle: Unternehmen

### Weitere Profitabilitätsverbesserung notwendig

Mit der Rückkehr in die Gewinnzone hat GK Software einen wichtigen Meilenstein erreicht, der aber nur einen Zwischenschritt auf dem Weg zurück zum alten Margenniveau darstellen soll. Das mittelfristige Ziel benennt das Management weiter auf eine EBIT-Marge von mehr als 15 Prozent (in Relation zur Betriebsleistung) – eine Größenordnung, die bis 2011 regelmäßig locker übertroffen wurde. Gegenüber der zuletzt erreichten EBIT-Marge von 5,1 Prozent wird somit eine weitere deutliche Verbesserung angestrebt, die vor allem durch eine erhöhte Effizienz des Dienstleistungsgeschäfts erreicht werden soll. Diese

hat in den Vorjahren unter dem rasanten Wachstum der Organisation gelitten, das sich in Form von Defiziten in der Projektsteuerung und im Projektcontrolling sowie in teuren und ineffektiven Onboarding-Prozessen von neuen Mitarbeitern bemerkbar machte. Aber auch die hohen Reisekosten infolge der geographischen Expansion sowie die Reibungsverluste aufgrund der räumlichen, kulturellen und zeitlichen Unterschiede haben ihre Spuren hinterlassen. All dies führte zu steigenden Aufwandsquoten und dazu, dass das Bestandsgeschäft separat betrachtet defizitär operierte. Besonders sichtbar sind diese Probleme bei der Betrachtung einer hypothetischen EBITDA-Marge, bei deren Ermittlung die Umsatz- und die EBITDA-Reihe um die Lizenzerlöse bereinigt werden. Diese Kennzahl, für die GK Software mittelfristig einen positiven Wert anstrebt, war nach 2011 immer tiefer ins Minus gerutscht, auch in 2015 setzte sich dieser Trend mit einer weiteren Verschlechterung auf -16 Prozent fort. Damit war die Ergebnistrendwende in 2015 ausschließlich auf die hohen Lizenzeinnahmen zurückzuführen, operativ hatte sich die Profitabilität bis dahin verschlechtert. Dies änderte sich erst im letzten Jahr, als einige in 2015 eingeleiteten Maßnahmen (u.a.: Änderungen der Projektleitung und des Projektcontrollings, Intensivierung des Personalmanagements im Hinblick auf die Auslastung und auf die Quote der abrechenbaren Projektstage, neustrukturierte Schulungen für neue Mitarbeiter) zu greifen begannen und eine Verbesserung der „lizenzfreien“ EBITDA-Marge auf -7,1 Prozent ermöglichten. Damit wurde zwar der beste Wert seit 2012 erzielt, doch von dem Ziel, das Bestandsgeschäft mindestens kostendeckend zu betreiben, ist GK Software noch relativ weit entfernt.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

## Relative Nettoverschuldung stark reduziert

Dank der operativen Verbesserungen und der weiter erhöhten Lizenzerlöse hat der operative Cashflow im letzten Jahr sehr deutlich, um fast 70 Prozent, auf 3,7 Mio. Euro zugelegt. Einen wichtigen Beitrag dazu leisteten auch der im Vorjahresvergleich fast halbierte Forderungsaufbau und der reduzierte Vorratsbestand, während sich die gesunkenen erhaltenen Anzahlungen Cashflow-mindernd auswirkten. Verbessert hat sich auch der Investitions-Cashflow, der 2015 infolge der hohen Abflüsse für den DBS-Kauf ein Defizit von 18,6 Mio. Euro aufgewiesen hatte und der sich 2016 auf -5,1 Mio. Euro ermäßigte. Rund 2,7 Mio. Euro dieser Abflüsse waren den baulichen Erweiterungsmaßnahmen am Stammsitz in Schöneck geschuldet, mit denen GK seine räumlichen Kapazitäten dort spürbar erweitert und die auch im laufenden Jahr fortgesetzt werden sollen. Aus dem operativen und dem investiven Cashflow resultierte, wie schon in den zwei vorangegangenen Jahren, ein negativer Free-Cashflow, der sich auf -1,4 Mio. Euro summierte. Da auch der Finanzierung-Cashflow aufgrund der planmäßigen Tilgungen einen Mittelabfluss von 2,1 Mio. Euro verzeichnete, reduzierte sich der Zahlungsmittelbestand um insgesamt 3,5 Mio. Euro auf 2,8 Mio. Euro. Die absolute Nettoverschuldung erhöhte sich infolgedessen von 7,4 auf 8,8 Mio. Euro, während sich das Verschuldungsmultiple zum EBITDA dank des sprunghaft verbesserten operativen Profits von 3,4 auf 1,1 ermäßigte.

## Eigenkapitalquote erhöht

Verbessert hat sich auch die Eigenkapitalquote, die dank des Periodengewinns um 1,5 Prozentpunkte auf 44,2 Prozent zulegte. Auf der Aktivseite hat sich zudem aufgrund der planmäßigen Abschreibungen der Anteil der immateriellen Assets auf ein Drittel ermäßigt, während die Sachanlagen vor allem durch die Investitionen in Schöneck absolut wie auch prozentual zugelegt haben.

## Umsatzprognose könnte übertroffen werden

Im Rahmen des Geschäftsberichts hat GK Software die bisherige Prognose etwas modifiziert. Grundsätz-

lich wurde das bisherige mittelfristige Ziel bestätigt, den Umsatz bis 2018 auf über 90 Mio. Euro erhöhen zu wollen, doch nun hält der Vorstand ein Erreichen dieser Marke schon im laufenden Jahr für möglich. Unverändert wurde hingegen die Aussage gelassen, ab 2018 wieder eine EBIT-Marge (im Kernge-

schäft) oberhalb von 15 Prozent zu erreichen. Dabei betont der Vorstand, dass diese Entwicklung nicht unbedingt stetig verlaufen müsse, was auch die Möglichkeit eines Margenrückgangs im laufenden Jahr impliziert.

# 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 weiter 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.

## Verkaufsschlager im Portfolio

Eine solche zukunftssträchtige Lösung ist die im Frühjahr 2016 für den Vertrieb freigegebene neue Kassenslösung OmniPOS, mit der Händler ihre Prozesse unabhängig von dem Verkaufskanal, über den ein Kauf abgewickelt wird, in einem einheitlichen System abbilden können. GK ist damit bisher auf eine sehr positive Resonanz gestoßen und konnte in dieser vergleichsweise kurzen Zeit bereits 15 Projekte gewinnen, von denen eines bereits komplett ausgerollt ist.

## SAP-Partnerschaft mit wachsender Dynamik

Bei der Gewinnung der neuen Projekte hat sich erneut die enge Partnerschaft mit SAP als ein entscheidender Trumpf erwiesen. Nachdem 2015 14 neue Abschlüsse über den Vertriebskanal SAP zustande kamen, wurde auch 2016 der Großteil der neuen Projekte zusammen mit SAP gewonnen. Inzwischen beläuft sich die Anzahl der über diesen Kanal gewonnenen Kunden auf 40. Darüber hinaus umfasst die Partnerschaft die Abstimmung der Entwicklungsaktivitäten sowie gemeinsame Messeauftritte.

## ALDI Nord als Kunde gewonnen

Mit der Kombination aus den innovativen Produkten und der SAP-Partnerschaft konnte im letzten Jahr auch ALDI Nord als neuer Kunde gewonnen werden. Der Discounter wird peu à peu seine europaweit rund 4.900 Filialen mit OmniPOS ausstatten und stellt somit für GK eine exzellente Referenz dar.

## Große Internationalisierungsfortschritte

Getragen von der SAP-Partnerschaft hat GK-Software in den letzten drei Jahren große Internationalisierungsfortschritte erzielt und sich in kurzer Zeit zu einem global aktiven Softwarehaus entwickelt. Insbesondere in dem weltgrößten Einzelhandelsmarkt USA haben die Sachsen ihre Positionierung dank der 2015 vollzogenen Übernahme des Geschäftsbereiches „Retail“ von der DBS Data Business Systems Inc. entscheidend verbessert. Dort verfügen sie inzwischen über ein großes Team und über erste Referenzen, die die Gewinnung weiterer Kunden erleichtern sollten. Die Internationalisierungserfolge lassen sich auch am Umsatzanteil mit ausländischen Kunden ablesen, der seit 2013 auf 36 Prozent mehr als verdoppelt wurde. Eine Fortsetzung dieses Trends ist auch für die Zukunft zu erwarten.

## Investitionszurückhaltung überwunden

Das sehr lebhaftes Neugeschäft in den letzten beiden Jahren signalisiert, dass die ausgeprägte Investitions-

zurückhaltung der großen Händler, mit der GK Software zuvor mehrere Jahre konfrontiert gewesen ist, nun überwunden wurde. Mit dem großen Vertriebs Erfolg von OmniPOS, den namhaften Kunden und den reibungslosen Projekten dürften die Bedenken weiterer potenzieller Kunden abnehmen, weswegen eine weitere Beschleunigung des Neugeschäfts nicht unwahrscheinlich erscheint.

### Große Vertriebspipeline

Dies umso mehr, als GK weiterhin über eine volle und nach eigener Aussage qualitativ (in Bezug auf die Abschlusswahrscheinlichkeit) weiter verbesserte Vertriebspipeline verfügt. Dabei dürfte GK Software die unklare Situation bei den Wettbewerbern in Europa zugutekommen, deren Berechenbarkeit aufgrund eines Konzernumbaus (Diebold Nixdorf) bzw. einer veränderten Produktstrategie (Oracle) aus Kundensicht derzeit eingeschränkt sein dürfte.

### Großes Potenzial bei Bestandskunden

Ein großes weiteres Potenzial könnte sich für GK Software dank OmniPOS auch im Geschäft mit Bestandskunden ergeben. Denn die Software stellt sowohl bezüglich ihrer Architektur als auch wegen der erweiterten Funktionalitäten nicht schlicht eine nächste Version der alten Kassensoftware (GK Retail POS 12) dar, sondern eine gänzlich neue Software. Obwohl die 12-er Version erst vor wenigen Jahren ausgerollt worden ist und nach bisherigen Standards noch jahrelang im Einsatz bleiben würde, könnten die Vorzüge von OmniPOS viele Bestandskunden dazu bewegen, vorzeitig zu wechseln. GK Software bestätigt entsprechende Überlegungen bei mehreren Bestandskunden, in einem Fall ist die Entscheidung bereits zugunsten von OmniPOS gefallen.

### Turnaround geschafft

Nachdem die Entwicklung der Jahre bis 2014 durch die abnehmende Profitabilität überschattet worden war, konnte GK Software in 2015 die Trendwende einläuten und sie im letzten Jahr eindrucksvoll bestätigen. Sämtliche Ergebniskennzahlen wurden sprunghaft verbessert und zurück ins Plus geführt, wofür die erneut gestiegenen Lizenzeinnahmen wie auch die verbesserte Profitabilität im Bestandsgeschäft verantwortlich waren. Gerade der letztgenannte Aspekt zeigt, dass die 2015 eingeleiteten Maßnahmen zunehmend ihre Wirkung entfalten und dabei helfen, das Wachstum der Organisation wieder in profitablere Bahnen zu lenken. Allerdings liegt die Profitabilität noch weit unter den in der Vergangenheit erreichten Werten wie auch unter der mittelfristigen Zielsetzung, eine EBIT-Marge von mindestens 15 Prozent zu erwirtschaften.

### Übernahmephantasie

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

### Grundsätzliches Szenario unverändert

Im Rahmen unserer Wertermittlung unterstellen wir unverändert ein Grundscenario, das von einem weiterhin hohen Umsatzwachstum und von einer zunehmenden Verbesserung der Profitabilität ausgeht. Damit folgen wir weitgehend der Prognose des Vorstands, der den Umsatz bis spätestens 2018 auf ca. 90 Mio. Euro erhöhen will und die Wiedererreichung einer EBIT-Marge (im Kerngeschäft) in der Größenordnung von rund 15 Prozent in Aussicht stellt.

### Umsatzreihe angehoben

Allerdings haben wir vor dem Hintergrund des hohen Umsatzwachstums des letzten Jahres und wegen der hohen Absatzdynamik und der anscheinend sehr guten Resonanz auf OmniPOS unsere Umsatzschätzung deutlich angehoben. Für das laufende Jahr, für das wir noch im Dezember von einem Umsatz von 80,6 Mio. Euro ausgegangen waren, rechnen wir nun mit 88,9 Mio. Euro. Da wir zudem die unterstellten Wachstumsraten für die Folgejahre unverändert ge-

lassen haben, resultiert daraus eine Aufwärtsverschiebung des gesamten Umsatzpfades, so dass wir zum Ende des detaillierten Prognosezeitraums im Jahr 2024 nun mit einem Umsatz von über 150 Mio. Euro kalkulieren.

### Rascherer Margenanstieg

Darüber hinaus haben wir in unserem Modell auf die deutlich besser als erwartet ausgefallenen Ergebniszahlen reagiert und unsere Margenannahmen modifiziert. Damit berücksichtigen wir die bereits erreichten Fortschritte im Bestandsgeschäft sowie die insgesamt höhere Umsatzbasis, die für eine spürbare Degression der relativen Overheadkosten, Abschreibungen und Zinsaufwendungen sorgt. Im Ergebnis hat sich damit die EBITDA-Marge für das laufende und das nächste Jahr um jeweils rund 0,5 Prozentpunkte auf 12,4 resp. 13,7 Prozent erhöht, was in Verbindung mit dem höheren Umsatz eine neue EBITDA-Schätzung von 11,0 resp. 13,3 Mio. Euro zur Folge hat (bisher: 9,6 resp. 11,6 Mio. Euro). Auch in den

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	88,9	97,4	106,1	115,2	124,4	134,3	143,7	153,8
Umsatzwachstum		9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	7,3%	9,1%	11,1%	12,4%	13,5%	14,4%	14,6%	14,7%
<b>EBIT</b>	<b>6,5</b>	<b>8,9</b>	<b>11,7</b>	<b>14,3</b>	<b>16,8</b>	<b>19,3</b>	<b>20,9</b>	<b>22,6</b>
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,9	2,7	3,5	4,3	5,0	5,8	6,3	6,8
<b>NOPAT</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>8,2</b>	<b>10,0</b>	<b>11,8</b>	<b>13,5</b>	<b>14,7</b>	<b>15,8</b>
+ Abschreibungen & Amortisation	4,6	4,4	3,7	3,3	3,1	3,1	3,1	3,1
+ 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
<b>Operativer Brutto Cashflow</b>	<b>9,1</b>	<b>10,6</b>	<b>11,9</b>	<b>13,3</b>	<b>14,9</b>	<b>16,6</b>	<b>17,8</b>	<b>19,0</b>
- Zunahme Net Working Capital	-0,7	-0,8	-1,0	2,3	-1,3	-1,4	-1,6	-1,8
- Investitionen AV	-5,0	-3,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3
<b>Free Cashflow</b>	<b>3,4</b>	<b>6,0</b>	<b>8,1</b>	<b>12,7</b>	<b>10,5</b>	<b>12,0</b>	<b>12,9</b>	<b>13,9</b>

Folgejahren ist der Effekt spürbar, wenn auch in abnehmendem Ausmaß, weil wir aus Vorsichtsüberlegungen die Ziel-EBITDA-Marge nur sehr moderat auf 16,7 Prozent angehoben haben. Auf der Ebene der EBIT-Marge wird der Effekt zusätzlich durch die erhöhten Ansätze für Investitionen und die daraus resultierenden Abschreibungen aufgewogen, die wir an die Ausbaupläne in Schöneck angepasst haben. Die Ziel-EBIT-Marge sehen wir folglich unverändert bei 14,7 Prozent. Wir behalten damit unsere Vorsicht bezüglich der angestrebten Margenverbesserung bei, weil wir die für die Erreichung der Unternehmensziele erforderliche nachhaltige Profitabilitätssteigerung im Projektgeschäft für alles andere als banal halten. In Abhängigkeit von der Höhe der Lizenzabschlüsse dürfte sich diese Schätzung in einzelnen Jahren zwar als zu vorsichtig erweisen, doch ein dauerhaft höheres Margenniveau sehen wir erst dann möglich, wenn auch das Projektgeschäft dauerhaft positive Ergebnisbeiträge erwirtschaftet. Diese vorsichtigen Margenannahmen ändern aber nichts daran, dass wir die Schätzungen für die absoluten Werte beim EBIT und Nettoergebnis spürbar erhöht haben. 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 2017 bis 2024 können den Tabellen im Anhang entnommen werden. Im Anschluss an den darin abgebildeten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einer EBIT-Marge von 9,9 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 5,0 Prozent (bisher: 6 Prozent) ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, den wir gegenüber dem letzten Jahr in Reaktion auf die anhaltende Niedrigzinsphase in allen unseren Modellen von zuvor 3,5 auf nun 2,5 Prozent abgesenkt haben. Die Marktrisikoprämie taxieren wir unverändert 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 und einem Tax-Shield von 30 Prozent resultiert hieraus bei Annahme einer Ziel-FK-Quote von 35 Prozent ein WACC-Satz von 7,1 Prozent.

### Kursziel: 97,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 7,1 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Unternehmenswert von 146,6 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 77,6 Euro. Zusätzlich der Übernahmeprämie, die wir seit dem SAP-Einstieg und 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 97,00 Euro. Die deutliche Erhöhung gegenüber unserem letzten Update ist dabei der Anhebung der Schätzungen, dem starken Roll-over-Effekt sowie der Reduktion der WACC geschuldet, die allein für einen Effekt von 14 Euro je Aktie gesorgt hat.

### Leicht 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. Darüber hinaus hat das rasche Wachstum des Geschäfts und der Organisation die Abschätzung der Margen deutlich erschwert. Dass das letzte Jahr aber bezüglich der Profitabilität des Bestandsgeschäfts eine deutliche Verbesserung gezeigt hat, werten wir aber als ein Signal einer zuneh-

menden Reife der vergrößerten Organisation, was auch die Berechenbarkeit der Ergebnisse verbessern sollte. Wir hatten deswegen schon im Dezember unsere Einschätzung der Prognoseunsicherheit von zuvor fünf auf vier Punkten reduziert und halten diese weiterhin für angemessen.

### Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 79,22 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 8,1 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 131,46 Euro im optimistischsten Fall

(WACC von 6,1 Prozent und ewiges Wachstum von 2 Prozent) – jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
6,1%	131,46	121,81	114,06	107,7	102,41
6,6%	118,35	110,87	104,75	99,63	95,29
7,1%	107,81	101,89	96,96	92,77	89,18
7,6%	99,15	94,38	90,35	86,88	83,87
8,1%	91,91	88,01	84,66	81,76	79,22

## Fazit

---

GK Software hat im letzten Jahr den Umsatz erneut deutlich gesteigert und damit den Trend des Vorjahres fortgesetzt. Im Unterschied zu 2015 konnte aber auch die Profitabilität endlich signifikant verbessert werden. Das EBITDA wurde mehr als verdreifacht, alle anderen Ergebniskennzahlen drehten nach zwei Verlustjahren deutlich ins Plus.

Richtungsmäßig entsprach das unseren Erwartungen, doch die Stärke der erzielten Verbesserung hat uns positiv überrascht. GK Software hat sowohl im Bestandsgeschäft deutliche Fortschritte erzielt als auch von einer weiterhin lebhaften Neukundengewinnung profitiert. Diese wird weiterhin von der engen SAP-Partnerschaft beflügelt und erhielt im letzten Jahr einen zusätzlichen Schub durch die neue cloud-fähige Kassensoftware OmniPOS, die auf eine sehr gute Resonanz im Markt gestoßen ist. Den Höhepunkt dieser Entwicklung stellt die Gewinnung von ALDI Nord als Kunden dar.

Mit dem modernen Produktportfolio, den exzellenten Referenzen, der inzwischen globalen Präsenz und der SAP-Partnerschaft verfügt GK Software aktuell über alle Zutaten, um das dynamische Wachstum

fortzusetzen und die Gewinne überdurchschnittlich zu steigern. Dies umso mehr, als die Konkurrenz in Europa derzeit noch stark mit sich selbst beschäftigt ist und das Feld fast kampflös zu überlassen scheint. Dies wird wahrscheinlich nicht lange so bleiben, aber das sich bietende Window of Opportunity nutzt GK Software sehr konsequent.

Wir sehen uns vor diesem Hintergrund in unserer bisherigen Einschätzung bestätigt. Gleichzeitig haben wir auf die über unseren Erwartungen liegende Umsatz- und Ergebnisdynamik die Schätzungen angehoben, woraus ein neues, deutlich höheres Kursziel von 97,00 Euro resultiert. Darin enthalten ist wie schon bisher eine 25-prozentige Übernahmeprämie, mit der wir das von uns perspektivisch als durchaus wahrscheinlich eingeschätzte Szenario einer Übernahme durch SAP berücksichtigen. Nachdem unser letztes Kursziel inzwischen erreicht und sogar übertraffen worden ist, sehen wir auf dieser Basis weiterhin ein deutliches Kurspotenzial von über 20 Prozent. In Kombination mit dem überzeugenden Gesamtbild rechtfertigt dies die Aufrechterhaltung unseres bisherigen Urteils „Buy“.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	37,4	37,8	37,2	36,3	36,0	36,0	36,0	36,1	36,3
1. Immat. VG	23,8	21,5	19,9	19,2	18,9	18,8	18,8	18,8	18,8
2. Sachanlagen	8,9	11,6	12,6	12,5	12,5	12,5	12,6	12,7	12,9
II. UV Summe	34,2	36,9	41,9	48,7	56,8	63,0	69,0	74,2	79,7
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	31,7	35,8	41,2	48,3	56,7	62,7	68,8	74,2	80,0
II. Rückstellungen	3,2	3,5	3,7	4,0	4,2	4,5	4,8	5,0	5,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	13,1	11,1	11,1	9,6	8,3	7,6	7,0	5,7	4,2
2. Kurzfristiges FK	23,7	24,3	23,0	23,2	23,5	24,1	24,5	25,5	26,5
<b>BILANZSUMME</b>	<b>71,6</b>	<b>74,7</b>	<b>79,0</b>	<b>85,0</b>	<b>92,8</b>	<b>99,0</b>	<b>105,0</b>	<b>110,4</b>	<b>116,0</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzerlöse	77,3	88,9	97,4	106,1	115,2	124,4	134,3	143,7	153,8
Gesamtleistung	77,7	89,4	97,9	106,6	115,7	124,9	134,9	144,3	154,4
Rohertrag	70,0	80,7	88,8	97,0	105,2	113,6	122,6	131,2	140,4
EBITDA	7,8	11,0	13,3	15,5	17,6	19,9	22,4	24,0	25,8
EBIT	3,9	6,5	8,9	11,7	14,3	16,8	19,3	20,9	22,6
EBT	3,5	6,0	8,4	11,4	14,1	17,0	19,7	21,5	23,4
JÜ (vor Ant. Dritter)	2,8	4,2	5,9	8,0	9,9	11,9	13,8	15,1	16,4
JÜ	2,8	4,2	5,9	8,0	9,9	11,9	13,8	15,1	16,4
EPS	1,50	2,22	3,10	4,21	5,23	6,31	7,31	7,97	8,65

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
CF operativ	3,7	8,1	9,5	10,7	15,6	13,8	15,5	16,5	17,7
CF aus Investition	-5,1	-5,0	-3,8	-2,9	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,3
CF aus Finanzierung	-2,1	-2,2	-2,7	-3,1	-3,3	-7,0	-9,0	-11,0	-12,0
Liquidität Jahresanfa.	6,4	2,8	3,7	6,7	11,4	20,7	24,4	27,7	30,0
Liquidität Jahresende	2,8	3,7	6,7	11,4	20,7	24,4	27,7	30,0	32,5

### Kennzahlen

Prozent	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024
Umsatzwachstum	23,5%	15,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%	7,0%
Rohtragsmarge	90,6%	90,7%	91,2%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%	91,3%
EBITDA-Marge	10,1%	12,4%	13,7%	14,6%	15,3%	16,0%	16,7%	16,7%	16,7%
EBIT-Marge	5,1%	7,3%	9,1%	11,1%	12,4%	13,5%	14,4%	14,6%	14,7%
EBT-Marge	4,5%	6,7%	8,6%	10,7%	12,3%	13,7%	14,7%	15,0%	15,2%
Netto-Marge (n.A.D.)	3,7%	4,7%	6,0%	7,5%	8,6%	9,6%	10,3%	10,5%	10,6%

# Impressum & Disclaimer

---

## Impressum

### Herausgeber

sc-consult GmbH

Alter Steinweg 46

48143 Münster

Internet: [www.sc-consult.com](http://www.sc-consult.com)

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

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

E-Mail: [kontakt@sc-consult.com](mailto:kontakt@sc-consult.com)

### Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

### Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan ([www.lp-software.de](http://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), 4)

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
05.12.2016	Buy	71,70 Euro	1), 3)
15.09.2016	Speculative Buy	54,90 Euro	1), 3)
03.06.2016	Speculative Buy	54,20 Euro	1), 3)
17.05.2016	Speculative Buy	54,20 Euro	1), 3)
08.12.2015	Speculative Buy	44,40 Euro	1), 3)
09.09.2015	Speculative Buy	39,40 Euro	1), 3), 4)
19.06.2015	Buy	40,40 Euro	1), 3)

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.