

18. Juni 2018  
Research-Studie

**SMC** Research  
Small and Mid Cap Research



# GK Software SE

## Digitalisierung des Einzelhandels sorgt für Rückenwind

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 119,50 Euro | Kursziel: 144,50 Euro

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

Bitte beachten Sie unseren Disclaimer am Ende des Dokuments!

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

# Inhaltsverzeichnis

---

Inhaltsverzeichnis .....	2
Snapshot.....	3
Executive Summary .....	4
SWOT-Analyse .....	5
Profil .....	6
Marktumfeld .....	12
Zahlen.....	15
Equity-Story .....	20
DCF-Bewertung.....	23
Fazit .....	25
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose .....	26
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	27
Impressum & Disclaimer.....	28

# Snapshot



## Kurzportrait

GK Software überzeugt weiter mit einer hohen Wachstumsdynamik und hat den Umsatz zwischen 2014 und 2017 auf 90,5 Mio. Euro verdoppelt. Bis 2020 strebt das Unternehmen eine weitere Steigerung um 50 Prozent an. Getragen wird das Wachstum von den umwälzenden Veränderungen im Einzelhandel, in dem die Digitalisierung voranschreitet und die ehemals getrennten Online- und Offline-Welten immer mehr zusammenwachsen (Stichwort: Omnichannel). Mit seinen innovativen Produkten bietet GK Software die geeigneten Lösungen für diese Herausforderungen und konnte damit in den letzten Jahren zahlreiche der weltweit führenden Einzelhändler als Kunden gewinnen. Da diese gerade in den Auslandsmärkten als wichtige Referenzen dienen, wird die vertriebliche Dynamik durch solche Abschlüsse zusätzlich verstärkt. Angesichts der Markttrends, der starken Marktposition und der engen Vertriebspartnerschaft mit SAP rechnen auch wir für die nächsten Jahre mit einer anhaltend hohen Wachstumsdynamik. Da wir zudem davon ausgehen, dass die expansionsbedingten Kosten und Ineffizienzen zunehmend an Bedeutung verlieren werden, sollte dieses Wachstum mit einer deutlichen Margenverbesserung einhergehen.

## Stammdaten

<b>Sitz:</b>	Schöneck
<b>Branche:</b>	Einzelhandels-Software
<b>Mitarbeiter:</b>	1.026
<b>Rechnungslegung:</b>	IFRS
<b>ISIN:</b>	DE0007571424
<b>Kurs:</b>	119,50 Euro
<b>Marktsegment:</b>	Prime Standard
<b>Aktienanzahl:</b>	1,92 Mio. Stück
<b>Market-Cap:</b>	230,0 Mio. Euro
<b>Enterprise Value:</b>	235,2 Mio. Euro
<b>Free Float:</b>	ca. 46,3 %
<b>Kurs Hoch/Tief (12M):</b>	135,50 / 89,01 Euro
<b>Ø Umsatz (Xetra, 12 M):</b>	217,0 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Umsatz (Mio. Euro)	62,6	77,3	90,5	108,5	124,8	140,4
EBIT (Mio. Euro)	-1,3	3,9	5,0	11,5	14,7	18,3
Jahresüberschuss	-1,5	2,8	3,9	8,0	10,4	13,1
EpS	-0,79	1,50	2,05	4,15	5,39	6,81
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Umsatzwachstum	40,3%	23,5%	17,0%	20,0%	15,0%	12,5%
Gewinnwachstum	-	-	37,4%	105,6%	30,0%	26,4%
KUV	3,67	2,97	2,54	2,12	1,84	1,64
KGV	-	81,4	59,3	28,8	22,2	17,5
KCF	104,8	62,2	15,1	19,9	16,6	14,3
EV / EBIT	-	59,7	47,1	20,4	16,0	12,9
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,2%

# Executive Summary

---

- **Starke Marktposition:** GK Software ist ein führender Anbieter von Einzelhandelssoftware. Das Unternehmen zählt zahlreiche Branchengrößen zu seinen Kunden, insgesamt setzten elf der weltweit größten 50 Einzelhändler die Software der Sachsen ein, die inzwischen auf über 260 Tsd. Systemen in 42 Tsd. Geschäften in über 50 Ländern läuft. Zu den bekanntesten Kunden zählen ALDI Nord, Lidl oder Migros.
- **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.
- **Innovations- und Technologieführerschaft:** Die starke Marktstellung verdankt GK Software dem hohen Innovationsgrad der Software, die einen sehr großen Funktionsumfang mit einer ausgeprägten Modularität und Flexibilität verbindet. Mit der sehr erfolgreichen Einführung der neuen Omnichannelplattform OmniPOS, die sich zu einem richtigen Verkaufsschlager entwickelt hat, wurde diese Innovationsführerschaft in den letzten Jahren nachdrücklich unterstrichen. Auch die neue, komplett cloud-basierte Version cloud4retail stößt nach Unternehmensangaben auf großes Interesse und konnte schon vor dem offiziellen Vertriebsstart an einen großen Neukunden im Rahmen eines SaaS-Modells verkauft werden.
- **Expertise für künstliche Intelligenz und Machine Learning gesichert:** Mit der letztjährigen Übernahme der prudsys AG hat sich GK umfassende Expertise und eine marktbewährte Lösung für die Bereiche künstliche Intelligenz (KI) und Machine Learning gesichert, mit denen Themen wie individualisiertes Marketing und vor allem Dynamic Pricing kanalübergreifend etabliert werden sollen. Aber auch die weitere KI-gestützte Optimierung von Prozessen wie Sortiments- oder Personalplanung spielte eine wichtige Rolle bei der Akquisition.
- **Erfolgreiche SAP-Partnerschaft:** Die GK-Produkte werden weltweit von SAP an deren Einzelhandelskunden vertrieben. Mit der Partnerschaft, die auch gemeinsame Entwicklung und Messeauftritte umfasst und aus der bereits 60 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen sind, ist GK Software in den letzten Jahren vor allem im Ausland sehr stark gewachsen, wo inzwischen die Hälfte der Erlöse erzielt wird.
- **Sehr hohe Wachstumsdynamik:** Insgesamt wurde der Umsatz seit 2014 verdoppelt, bis 2020 wird ein weiteres Wachstum um 50 Prozent angestrebt.
- **Margenanstieg angekündigt:** Nachdem die Profitabilität in den letzten Jahren unter dem rasanten Wachstum der Organisation gelitten hatte, will GK Software die EBIT-Marge im laufenden Jahr wieder auf 15 Prozent steigern und dort halten. Sollte dies gelingen, würde sich der Gewinn sprunghaft verbessern.
- **Aktie weiter attraktiv:** Obwohl wir in unseren Schätzungen im Hinblick auf die Profitabilität vorsichtiger sind, sehen wir für die GK-Aktie weiterhin ein hohes Kurspotenzial bis 144,50 Euro und bestätigen auf dieser Basis unser positives Rating „Buy“.

# SWOT-Analyse

## Stärken

- Führender Anbieter spezialisierter Software für den Einzelhandel mit einer breiten und renommierten Kundenbasis.
- Technologie- und Innovationsführerschaft, die mit dem Markterfolg der neuen Omnichannel-Plattform nachdrücklich unterstrichen wurde.
- Umfassende Partnerschaft mit SAP, die mit einer Kapitalbeteiligung und einem Vorkaufsrecht unterlegt ist und aus der bereits 60 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen sind.
- Sehr hohe Wachstumsdynamik mit einer Umsatzverdopplung seit 2014 und einer angekündigten weiteren Zunahme um 50 Prozent bis 2020.
- Sehr stabile Aktionärs- und Führungsstruktur mit klarer Mehrheit in Gründerhand.

## Chancen

- Hoher Kostendruck und technologischer Wandel im Einzelhandel dürften den Bedarf an modernen IT-Lösungen weiter erhöhen.
- Die Auslandsmärkte (vor allem USA) bieten noch große Potenziale für Marktanteilszugewinne.
- Mit der prudsys-Übernahme kann die Software um ausgereifte KI- und Machine Learning-Elemente erweitert und damit der technologische Vorsprung weiter ausgebaut werden.
- Der Einstieg in das SaaS-Modell schafft Potenzial für höhere und stetigere Einnahmen.
- Die Vertriebspipeline ist weiterhin gut gefüllt. Darüber hinaus erhöht die moderne OmniPOS-Lösung die Update-Bereitschaft von Bestandskunden und schafft damit zusätzliches Potenzial.
- Die Erreichung der diesjährigen Margenziele würde für einen kräftigen Gewinnsprung sorgen.
- SAP-Partnerschaft weckt Übernahmephantasie.

## Schwächen

- Die Umsätze und Erträge einzelner Jahre werden teilweise stark von wenigen Großkunden und -projekten beeinflusst.
- Der hohe Dienstleistungsanteil begrenzt die Skalierungspotenziale des Geschäftsmodells.
- Insbesondere in Nordamerika belasten die hohen Expansionskosten und die großen zeitlichen, geographischen und teils noch die kulturellen Unterschiede die Effizienz der Projektabwicklung und damit die Profitabilität.
- Von dem für dieses Jahr angestrebten Margenniveau von 15 Prozent war GK Software im letzten Jahr noch weit entfernt. Auch im ersten Quartal 2018 lag die EBIT-Marge noch deutlich unter diesem Zielniveau.

## Risiken

- Die Bemühungen um die Verbesserung der Profitabilität vor allem in Nordamerika könnten scheitern und umfassendere Maßnahmen erforderlich machen.
- Die vergrößerte Komplexität der Kundenprojekte erhöht die Anforderungen an das Projektmanagement.
- 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. Darüber hinaus könnte der damit verbundene Reputationsschaden das künftige Neugeschäft erschweren.
- Das hohe Innovationstempo erhöht das Risiko von technologischen Fehlschlägen.

# Profil

## Spezialist für Einzelhandelssoftware

Die in Schöneck im Vogtland ansässige GK Software SE, ein führender Anbieter von Softwarelösungen für den Filialeinzelhandel, wurde 1990 als G&K Daten-systeme GmbH gegründet. Der Formwechsel in die AG und die Umbenennung folgten 2001, seit Januar 2018 firmiert die Gesellschaft nun als eine europäische Aktiengesellschaft (SE). 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. Darüber hinaus halten die beiden Gründer direkt und indirekt immer noch 54,8 Prozent der Aktien.

## Großer Programmierstandort in Tschechien

Insgesamt beschäftigt der Konzern derzeit 1.026 Mitarbeiter, die sich im Wesentlichen auf die Muttergesellschaft selbst sowie auf neun hundertprozentige Töchter und eine Mehrheitsbeteiligung (Anteil: 80,1 Prozent) verteilen, die insgesamt vierzehn Standorte unterhalten. Der größte Standort ist mit 349 Beschäftigten der Firmensitz in Schöneck, wo unter dem Dach der Konzernmutter administrative Aufgaben, Produktentwicklung, Projektmanagement und Third-Level-Support angesiedelt sind. Ebenso der SE untergliedert ist der Berliner Standort, von dem aus 69 Mitarbeiter die Bereiche Marketing, Vertrieb und Partneraktivitäten betreuen. Eine Schlüsselstellung innerhalb des Geschäftsmodells kommt der Tochter EUROSOFTWARE aus Pilsen zu, die mit ihren 207 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 13 Mitarbeiter), mit dem sich GK-Software die gute Verfügbarkeit von IT-Fachkräften sowie das niedrige Lohnniveau in der

westukrainischen Stadt zunutze machen will. Weitere 129 Mitarbeiter sind im saarländischen St. Ingbert angesiedelt und betreuen von dort kundenspezifische Projekte sowie die Kunden der nicht mehr vertriebenen Lösung SQRS. Der Schweizer Beteiligung 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 130 Mitarbeitern in IT-Serviceleistungen für den Einzelhandel liegt.

### Tochtergesellschaften des GK-Software-Konzerns

Gesellschaft	Sitz	Mitarbeiter
EUROSOFTWARE S.R.O.	Pilsen	207
StoreWeaver GmbH	Dübendorf	5
AWEK GmbH	Hamburg	106
AWEK microdata GmbH	Bielefeld	24
GK SOFTWARE USA, INC.	Raleigh, NC	51
GK SOFTWARE AFRICA (PTY), Ltd.	Bryanston	16
OOO GK SOFTWARE RUS	Moskau	1
TOV EUROSOFTWARE-UA	Lwiw	13
prudsys AG	Chemnitz	51
valuephone GmbH	Berlin	35

Quelle: Unternehmen; Mitarbeiterstand der Tochtergesellschaften bezieht sich auf den 31.12.2017

## USA mit wachsender Bedeutung

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 51 mehr als verzehnfacht. In Verbindung mit den ersten gewonnenen und inzwischen umgesetzten Referenzprojekten hat sich GK damit in kürzester Zeit in den USA etabliert. Den nächsten wichtigen Entwicklungsschritt in den USA konnte GK Software in diesem Frühjahr mit der Gewinnung eines bedeutenden US-amerikanischen Einzelhändlers vermelden, für den mehr als 6.000 Systeme installiert werden sollen – das bisher mit Abstand größte GK-Projekt in den USA.

### Übernahmen sichern Expertise

Das neueste Konzernmitglied ist die valuephone GmbH aus Berlin, die GK Software erst Anfang Juni 2018 übernommen hat (siehe Abschnitt: Konsumentenlösung erhöht Kundenbindung). Mit dieser Übernahme wie auch mit der Akquisition der prudsys AG aus Chemnitz hat sich GK den Zugriff auf Spezialexpertise und auf innovative Lösungen gesichert, mit denen der Innovationsgrad der eigenen Produkte weiter erhöht werden kann. Während es sich bei valuephone um eine cloudbasierte Plattform für eine Smartphone-App zur Verbesserung der Kundenansprache und -bindung handelt (siehe dazu den Abschnitt: Konsumentenlösung erhöht Kundenbindung) handelte, wurde mit der Anfang November 2017 zu 80,1 Prozent übernommenen prudsys GmbH die Expertise auf dem Gebiet der künstlichen Intelligenz gestärkt. Das Unternehmen ist ein Spin-off der Technischen Universität Chemnitz und hat sich auf automatisierte Entscheidungssysteme auf Basis künstlicher Intelligenz spezialisiert. Im Markt sind die Chemnitzer derzeit vor allem mit selbstlernenden Echtzeitlösungen für Recommendations, Marketing Automation und Dynamic Pricing präsent, die auf einer selbstentwickelten Entscheidungsplattform (prudsys Realtime Decisioning Engine oder prudsys RDE) basieren, die von Gartner als ein führendes Produkt im Sektor aufgeführt wird. Dementsprechend führt prudsys zahlreiche führende E-Commerce-Anbieter wie babywalz, bonprix oder Otto in seiner Kundenkartei, insgesamt wird das Produkt in über 200 Online-Shops eingesetzt. Auf dieser Basis hat die Gesellschaft mit ihren rund 50 Mitarbeitern im letzten Jahr einen Umsatz

von 3,9 Mio. Euro und einen Gewinn von 0,3 Mio. Euro erwirtschaftet. Der entscheidende Grund für die Übernahme war die umfassende prudsys-Expertise auf den Gebieten künstliche Intelligenz (KI) und Machine Learning, mit der Themen wie die Individualisierung der Kundenansprache kanalübergreifend etabliert werden sollen. Aber auch die weitere KI-gestützte Optimierung von Prozessen wie Sortiments- oder Personalplanung spielte eine wichtige Rolle bei der Akquisition, die GK nach Abzug der übernommenen liquiden Mittel lediglich 1,9 Mio. Euro (zuzüglich von 0,9 Mio. Euro an übernommenen Verbindlichkeiten) gekostet hat.

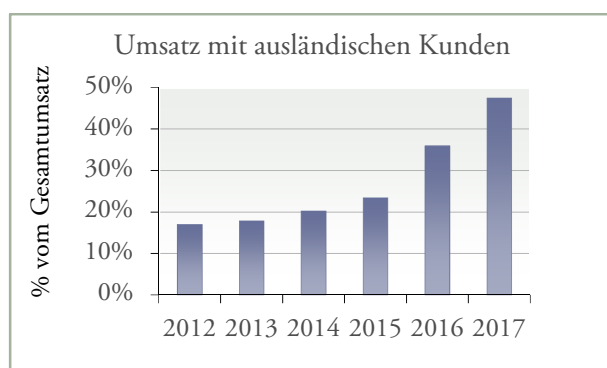
### Führende Marktstellung

Vor allem im deutschen Heimatmarkt sowie in Europa verfügt GK Software über eine ganz starke Marktstellung. In Deutschland ist das Unternehmen mit einem Marktanteil von mehr als einem Drittel die klare Nummer eins. Besonders ausgeprägt ist die Marktführerschaft im deutschen Lebensmittel-Discounthandel, wo GK-Software mit Kunden wie Lidl schon 2016 einen Anteil von über 40 Prozent hielt und seitdem weitere Kunden wie etwa ALDI Nord für den Einsatz seiner Software gewonnen hat. Europaweit beziffern die Sachsen ihren Anteil am Markt für Einzelhandelssoftware auf etwa 10 Prozent, womit sie der führende europäische Anbieter sind, während sie in den USA noch als Herausforderer agieren, der noch im Schatten einiger Konkurrenten (vor allem Oracle) steht. In den letzten Jahren konnte GK Software seinen Marktanteil weiter ausbauen. Einer vom Unternehmen zitierten Studie zufolge stammten beispielsweise 43 Prozent der im europäischen Lebensmittelhandel neu installierten Kassensysteme von GK, im weltweiten Einzelhandel kam jedes 10. neuinstallierte Kassensystem von den Partnern GK Software und SAP. Besonders erfolgreich ist GK dabei bei sehr großen Filialketten, hier zählt der Konzern nach der letztjährigen Gewinnung von drei weiteren Kunden aus der globalen TOP50 des Einzelhandels inzwischen 11 dieser Schwergewichte zu seinen Kunden.

### Rasante Internationalisierung

Dementsprechend breit ist die Installationsbasis. Ende 2017 waren 262.000 Systeme in über 42 Tsd.

Geschäften in 51 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 drei Jahren auf 42,9 Mio. Euro fast verfünffacht und macht inzwischen nahezu die Hälfte der gesamten Erlöse aus.



Quelle: Unternehmen; ohne Auslandsumsätze mit deutschen Kunden

### Erstklassige Referenzen...

Entsprechend dem hohen Marktanteil gleicht die Kundenkartei von GK Software dem „Who is who“ des Einzelhandels. Zu den wichtigsten zählen Lidl, Edeka, Galeria Kaufhof, 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. Ein aufsehenerregender Coup ist GK Software vor zwei Jahren mit der Gewinnung des Lebensmitteldiscounters ALDI Nord gelungen, der seine europaweit fast 4.900 Filialen sukzessive mit der Kassenslösung von GK ausstatten will.

### Breite Kunden- und Installationsbasis

Insgesamt konnte GK Software im letzten Jahr im Kerngeschäft 14 neue Kundenprojekte gewinnen und damit die Dynamik des Vorjahrs noch einmal erhöhen (2016 waren es 10). Zu den Neukunden gehörten unter anderem Supermarktbetreiber aus Spanien (1.600 Filialen), der Schweiz (900), Italien (270) und Panama, eine führende Kaufhauskette aus Frankreich (60 Standorte), zwei Baumarktbetreiber, zwei Modeketten, von denen eine weltweit mit 400 Filialen aktiv ist, ein Weinhändler, eine Apothekenkette und ein amerikanischer Golfhändler mit 200 Standorten. Darüber hinaus wurden drei neue Kunden, darunter eine deutsche Sonderpreis-Baumarktkette mit 200 Standorten, für die Mittelstandslösung euroSUITE gewonnen, die von der Tochter AWEK entwickelt und vertrieben wird. Den Gesamtbestand der Kundendatei beziffert GK Software auf 241, wovon 83 auf die 2017 akquirierte prudsys AG entfallen. Besonders stark ist GK Software dabei in den Segmenten Lebensmittel, Drogerie & Haushalt, Mode & Lifestyle, Bau- und Einrichtungsmärkte sowie Technik & Auto.

### 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 OmniPOS-Plattform, 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 weitverzweigte 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.

### Omnichannel als Verkaufsargument

Mit der Vorstellung von OmniPOS Anfang 2016 hat GK Software nicht nur eine neue Version seiner Software vorgestellt, sondern einen Paradigmenwechsel in Richtung von konsequent kanalübergreifenden Funktionalitäten vollzogen. Bei OmniPOS handelt es sich um eine Cloud-Lösung, deren sämtliche Funktionen modular je nach Bedarf zentral oder dezentral ausgestaltet werden können und die es dem Händler erlaubt, Prozesse wie Preisberechnung, Treueprogramme, Sonderaktionen, Warenwirtschaft oder Angebotspolitik konsistent über sämtliche Vertriebskanäle (stationär, online, mobil) zu gestalten. Mit dieser Lösung, mit der Händler die Herausforderungen der zunehmenden Verschmelzung der Online- und Offlinewelten meistern können, stößt GK Software auf eine sehr rege Nachfrage. Dies betrifft nicht nur das Neugeschäft, sondern auch zahlreiche Bestandskunden, von denen bereits einige vorzeitig auf die neue Lösung gewechselt sind.

### Konsumentenlösung erhöht Kundenbindung

Eine wichtige Bedeutung in der Omnichannel-Strategie hat ebenfalls die neue Konsumentenlösung Mobile Customer Assistant. Es handelt sich hierbei um eine cloudbasierte Plattform, mit der die Händler ihren Kunden eine mächtige Smartphone-App bieten können, die sämtliche Aspekte der Kundenansprache abdeckt. Dazu gehören Infotainment, Rabattaktionen,

Self-Scanning und Mobile Payment. Die Lösung ist bereits bei großen Händlern im Einsatz und hilft ihnen dabei, ihre Kunden besser kennenzulernen und damit einen wichtigen Vorteil der Onlinehändler zu kompensieren. Entwickelt wurde das Produkt ursprünglich von der valuephone GmbH aus Berlin, die mit ihren rund 35 Mitarbeitern Unternehmen wie Edeka, Marktkauf oder Netto zu ihren Kunden zählt und im letzten Jahr rund 2,2 Mio. Euro umgesetzt hat. Zwischen GK Software und valuephone bestand eine enge Kooperation, in deren Rahmen das Produkt in die GK-Lösungswelt und Supportstrukturen integriert wurde und seit 2017 von GK vertrieben wird. Um der wachsenden Bedeutung der Lösung gerecht zu werden, hat GK Software die valuephone GmbH Anfang Juni 2018 für einen Preis im niedrigen einstelligen Millionenbereich komplett übernommen.

### Erfolgreiche 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. Inzwischen vertreibt SAP weltweit sämtliche zentralen Elemente der GK-Lösungswelt, zusätzlich hat der Walldorfer Konzern 2016 die von GK entwickelte Lösung Central Pricing Engine in das eigene Lösungsangebot integriert. Für die SAP-Kunden, die bisher die Kasenslösung 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 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 60 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen, hiervon allein 14 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 sicherte.

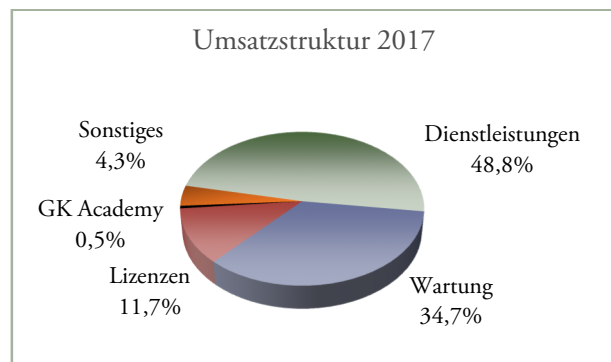
## Komplettangebot

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 einzelhandelsrelevanten Hard- und Softwareprodukte. Mit dem Einstieg in dieses Segment, das im letzten Jahr 16 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. Darüber hinaus umfasst das Segment IT-Services auch das Geschäft mit einer zweiten Produktlinie (euroSUITE), mit der vor allem kleinere Handelsketten adressiert werden.

## Einstieg in Subscription-Modell vollzogen

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 17,9 Prozent. Während dabei bis 2016 ausschließlich „klassische“ Einmallyzenzen verkauft wurden, bietet GK Software seit dem letzten Jahr auch das Subscriptions-Modell an, bei dem der Kunde die Software lediglich mietet. Überraschenderweise hat sich bereits im letzten Jahr und damit vor dem offiziellen Vertriebsstart ein großer Neukunde für dieses Modell entschieden. Für GK Software hat dies zunächst den Nachteil, dass sich die Lizenzzahlung, die sonst sofort zum Vertragsabschluss umsatzwirksam würde, nun

auf die Jahre der Vertragslaufzeit verteilt. Dafür aber erhöht sich der Anteil der wiederkehrenden Einnahmen und damit die Berechenbarkeit der Geschäftsentwicklung. Auch ist das Abomodell über die gesamte Laufzeit in der Regel teurer als die Summe aus der Einmallyzenz und den Wartungserlösen, was die Kunden aber aufgrund der entfallenden hohen Einmalinvestition und der besseren Kalkulierbarkeit der Kosten und der einfacheren Skalierbarkeit des Lizenzumfangs in Kauf nehmen.



Quelle: Unternehmen

## Schwerpunkt auf Dienstleistungen

Das größte Erlösvolumen (45,4 Prozent im letzten Jahr) erzielt das Unternehmen aber mit Dienstleistungen. Darunter subsumiert GK vor allem die Umsätze aus der Implementierung der Software sowie aus kleineren kundenindividuellen Anpassungs- und Erweiterungsprojekten (umfangreiche kundenindividuelle Entwicklungen werden seit dem letzten Jahr über die Kombination aus Lizenz- und Wartungszahlungen abgerechnet). 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 Bedarfs- und Strukturanalyse sowie Beratung und Projektmanagement.

## Wartungserlöse über 30 Prozent

Fast ein Drittel der Konzern Erlöse erwirtschaftet GK Software inzwischen mit Softwarewartung, was die Stabilität der Einnahmen deutlich erhöht. Durch das

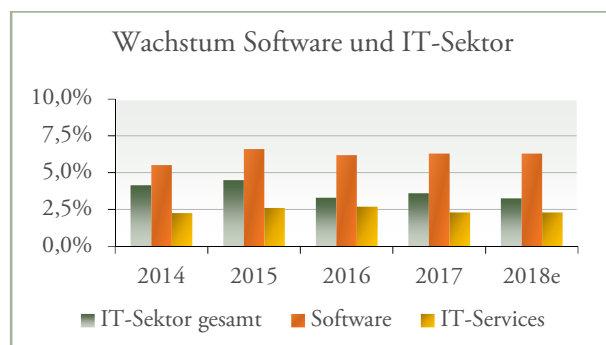
erfolgreiche Rollout von großen Kundenprojekten sowie durch das zunehmende Gewicht von neuen, cloudbasierten Lösungen hat sich der Anteil von Wartungserlösen im letzten Jahr deutlich erhöht, um 5 Prozentpunkte auf 32,3 Prozent. Weitere Einnahmen (0,5 Prozent der Konzern Erlöse) erzielt GK Software mit Schulungs- und Zertifizierungsangeboten im Rahmen der GK Academy, mit denen Mitarbeiter von Partnerunternehmen (vor allem Systemhäusern) für Implementierungsprojekte vorbereitet bzw. Hardwaresysteme für die Software zertifiziert werden. Hierbei spielt die Erzielung von Einnahmen gegenüber der

Erhöhung der weltweiten Projektfähigkeit und der Sicherstellung der Kompatibilität mit immer mehr Hardwaresystemen aber nur eine nachrangige Rolle. Mit dem Aufbau des Partnernetzwerks kann GK Software auch Aufträge in Regionen abarbeiten, in denen die Gesellschaft keine eigenen Kapazitäten unterhält. Inzwischen wurde beispielsweise ein Projekt in Mexiko fast komplett durch einen Partner umgesetzt, darüber hinaus berichtet GK Software von sieben weiteren Partnerprojekten in Lateinamerika und auf der Arabischen Halbinsel.

# Marktumfeld

## Softwarebranche als Wachstumstreiber

Als Anbieter von Software und angrenzenden 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 sogar um 6,3 Prozent (Quelle: BITKOM). Für das laufende Jahr erwartet der Branchenverband BITKOM eine weiterhin hohe Dynamik und prognostiziert einen Anstieg des Branchenumsatzes um erneut 6,3 Prozent auf 24,4 Mrd. Euro. Die Entwicklung der IT-Dienstleistungsunternehmen ist demgegenüber etwas moderater, im gesamtwirtschaftlichen Kontext aber immer noch überdurchschnittlich. Im Schnitt der letzten acht Jahre betrug das Wachstum 2,3 Prozent p.a., auch in 2017 erhöhten sich die Umsätze um 2,3 Prozent auf 39,0 Mrd. Euro.

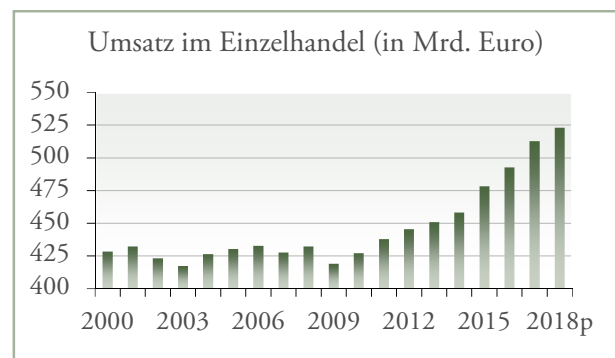


Quelle: BITKOM

## Einzelhandel mit Wachstumsbeschleunigung

Weitaus relevanter als die Entwicklung der Softwarebranche ist für GK Software allerdings die Situation im deutschen und internationalen Einzelhandel. Nach Angaben des Branchenverbandes HDE erwirtschaftet der Sektor mit seinen 3 Mio. Beschäftigten und 300 Tsd. Betrieben in Deutschland einen Jahresumsatz von über 510 Mrd. Euro und trägt damit 16,3

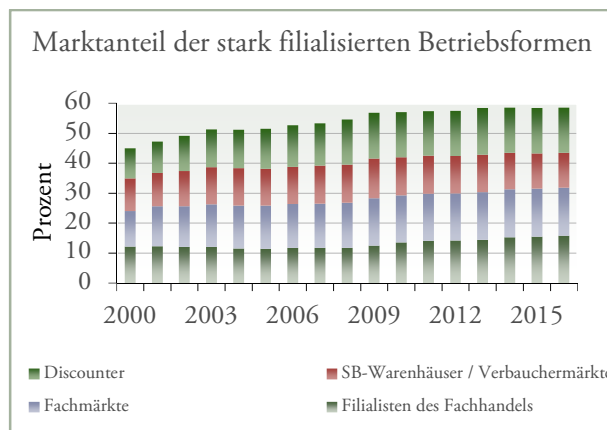
Prozent zur deutschen Wirtschaftsleistung bei. Nachdem das erste Jahrzehnt dieses Jahrhunderts noch von einer in Summe stagnierenden Entwicklung geprägt gewesen war, verzeichnet der Sektor seit 2010 wieder ein kontinuierliches Wachstum, das vor allem in den letzten drei Jahren an Dynamik gewonnen hat. Auch für das laufende Jahr rechnet der Branchenverband HDE mit einer Umsatzsteigerung um 2 Prozent auf dann 523,1 Mrd. Euro.



Quelle: HDE

## Strukturverschiebung

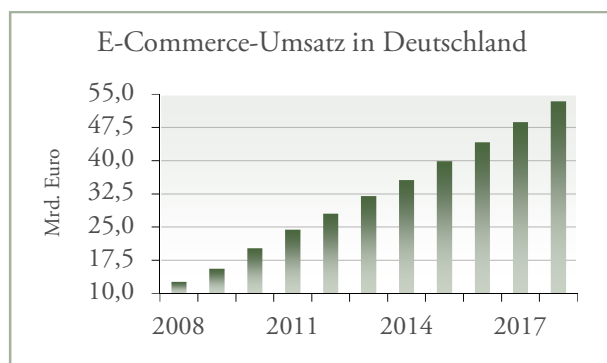
Die Daten zur Entwicklung des gesamten Einzelhandels verdecken, dass es innerhalb des Sektors deutliche Unterschiede gibt. Mit anderen Worten: verschiedene Segmente des Einzelhandels haben sich in den letzten Jahren durchaus sehr unterschiedlich entwickelt, wobei Teilbereiche starke Zuwächse verzeichnen konnten. So haben gerade die von GK Software adressierten Filialketten ihren Marktanteil zulasten anderer Handelsformen ausgeweitet. Die Filialisten des Fachhandels zum Beispiel haben ihren Marktanteil zwischen dem Jahrtausendwechsel und dem Jahr 2016 von 12,2 auf 15,8 Prozent erhöht, die Discounter haben ihren Marktanteil seit 2000 sogar um 50 Prozent auf 15,0 Prozent gesteigert. Insgesamt entfallen inzwischen fast 60 Prozent der Handelsumsätze auf solche stark filialisierten Betriebsformen, zur Jahrtausendwende waren es erst 45 Prozent (Quelle: HDE).



Quelle: HDE

## Online-Handel boomt

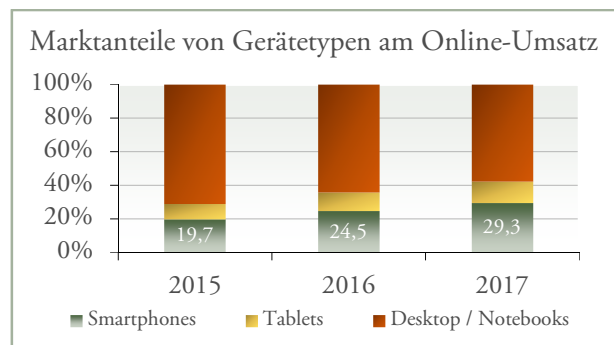
Eine noch gravierendere Strukturverschiebung betrifft die Verlagerung der Handelsumsätze zum Onlinehandel. Dieser wächst seit Jahren deutlich überproportional und ein Nachlassen der Dynamik ist nicht erkennbar. Nach Angaben des HDE haben sich die Online-Umsätze seit 2008 fast viervierfacht, auch für 2018 wird mit einem Anstieg um knapp 10 Prozent auf 53,4 Mrd. Euro gerechnet.



Quelle: HDE

## Mobile-Commerce wird immer wichtiger

Neben dem stationären Internet gewinnt zudem Mobile-Commerce an Bedeutung. Nach Angaben des Forschungsinstituts IFH und des HDE beläuft sich der Anteil der Käufe über Smartphones am gesamten E-Commerce-Umsatz inzwischen auf fast 30 Prozent, mit deutlich steigender Tendenz.



Quelle: BVH

## 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 nutzen nach Angaben des IFH 11,2 Prozent der Bevölkerung ihr Smartphone im Vorfeld von Offlinekäufen, um sich zu informieren. Auch für 19,1 Prozent der Online-Käufe erfolgt die Informationssuche über das Smartphone. Damit spielt das Zusammenwachsen der Kanäle (stationär, online und mobil) eine immer wichtigere Rolle im Handel und die Mehrkanalfähigkeit wird zu einem zentralen Erfolgskriterium. 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 26,2 Prozent auf 8,7 Mrd. Euro ausgeweitet, während Pure Play Internet-Händler „lediglich“ um 12,6 Prozent und Online-Marktplätze wie Amazon oder Ebay um 4,4 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 Kunden- 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. Mit dem kanalübergreifenden Ansatz müssen all diese Aufgaben über sämtliche Kanäle einheitlich abgedeckt werden, so dass dem Kunden unabhängig von gewählten Zugangsweg friktionslos dasselbe Einkaufserlebnis (Preise, Informationen, Treue-Programme etc.) geboten wird.

### 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, 54 Prozent von ihnen räumen der Umsetzung von Omnichannel-Projekten die höchste Priorität ein.

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. 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.

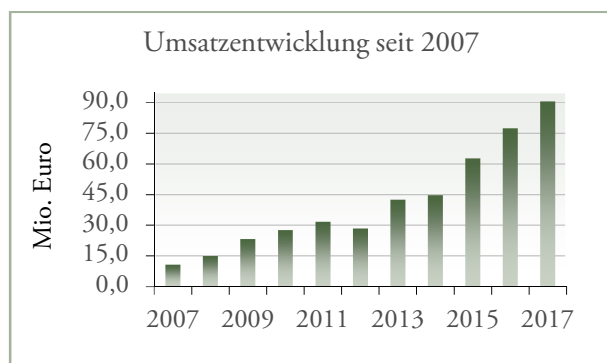
### Wichtige Wettbewerber nehmen eine Auszeit

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 ist immer noch mit den Nachwirkungen der Übernahme durch Diebold beschäftigt.

# Zahlen

## Umsatz seit 2014 verdoppelt

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 90,5 Mio. Euro. Teilweise waren diese Zuwächse auf Akquisitionen zurückzuführen, doch größtenteils wurden sie organisch erzielt. Nach einer Stagnationsphase zwischen 2010 und 2012 brachten vor allem die letzten drei Jahre eine deutliche Wachstumsbeschleunigung, mit der sich der Umsatz seit 2014 verdoppelt hat.

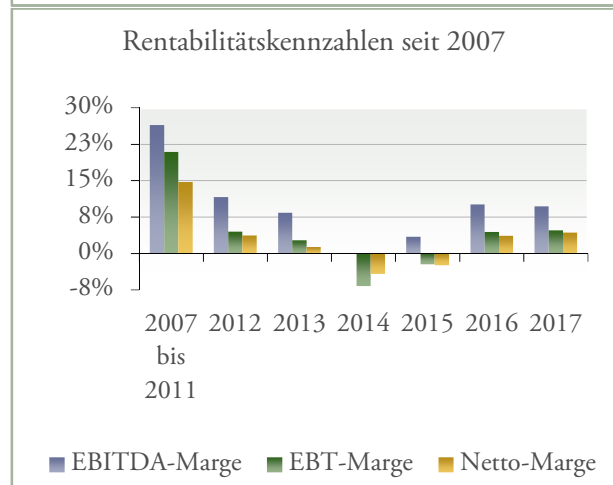
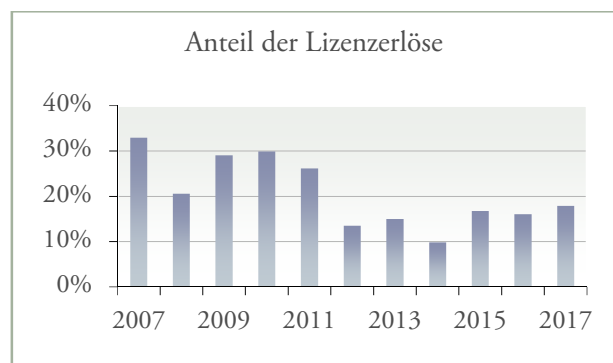


Quelle: Unternehmen

## 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 2012 und 2017 mehr als verdoppelt und der Umsatzanteil mit ausländischen Kunden auf zuletzt 47,5 Prozent fast verdreifacht. 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 geschaffen, um von der Partnerschaft mit SAP vollumfänglich zu profitieren, die sich dementsprechend

in den letzten Jahren mit einer rasch steigenden Anzahl an gemeinsamen Projekten immer mehr auszahlte. Inzwischen sind aus der Partnerschaft mit SAP 60 Kundenprojekte hervorgegangen.



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. In Verbindung mit einer zwischenzeitlichen Investitionszurückhaltung potenzieller Kunden infolge der umwälzenden Änderungen im Handel (online, mobil) und

dem dadurch zwischen 2012 und 2014 sehr schwachen Neugeschäft sorgte dies für einen steilen Margenverfall, der seinen Tiefpunkt 2014 erreichte, als die EBITDA-Marge von ehemals knapp 29 Prozent auf null fiel und GK Software netto in die roten Zahlen rutschte.

## Seit 2015 wieder profitabel

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. Dieser Turnaround wurde 2016 bestätigt, als sich die EBITDA-Marge weiter auf 10,1 Prozent verbesserte und auch das EBIT und das Nettoergebnis wieder in die schwarzen Zahlen zurückkehrten.

Geschäftszahlen	GJ 2016	GJ 2017	Änderung
Umsatz	77,33	90,45	+17,0%
Dienstleistungen	41,05	41,02	-0,1%
Wartung	21,05	29,20	+38,7%
Lizenzen	12,39	16,18	+30,5%
EBITDA	7,80	8,77	+12,4%
<i>EBITDA-Marge</i>	10,1%	9,7%	
EBIT	3,94	4,99	+26,6%
<i>EBIT-Marge</i>	5,1%	5,5%	
Vorsteuerergebnis	3,45	4,34	+25,7%
<i>Vorsteueremarge</i>	4,5%	4,8%	
Jahresüberschuss	2,83	3,88	+37,4%
<i>Netto-Marge</i>	3,7%	4,3%	

In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

## Starkes Wachstum in 2017

Das starke Neugeschäft mit insgesamt 17 neuen Kundenprojekten und die hohe Auslastung im Dienstleistungsbereich sorgten auch 2017 für ein hohes Umsatzwachstum um 17 Prozent, das GK Software erneut in einen steigenden Gewinn ummünzen konnte. Das Unternehmen profitierte hierbei von einem überproportionalen Wachstum der Lizenzerlöse, deren Anteil am Gesamtumsatz sich um 1,9 Prozentpunkte

auf 17,9 Prozent erhöhte. Allerdings wird das Lizenzwachstum durch eine Änderung der Abrechnungsmodalitäten im Dienstleistungsgeschäft überzeichnet. Seit dem letzten Jahr fakturiert GK Software für umfangreiche Customizing-Projekte nämlich auch Lizenzen, um auf dieser Basis anschließend den Wartungsaufwand und damit auch die Wartungserlöse genauer abbilden zu können. Hierdurch werden die Lizenzeinnahmen um Dienstleistungserlöse aufgebläht, die aber bei weitem nicht die Margenwirkung von Lizenzen aus Produktverkäufen haben. Im letzten Jahr betrug dieser Effekt 6,4 Mio. Euro, so dass sich die reinen Produktlizenzen sogar um etwa 20 Prozent reduziert haben. Dies ist allerdings auch darauf zurückzuführen, dass ein großer Kunde sich erstmals für das SaaS-Modell entschieden hat, weswegen sich die Lizenzerlöse aus diesem Abschluss über die Vertragslaufzeit verteilen werden.

## Ergebnis steigt überproportional

Dass sich das EBITDA nur unterproportional, um 12,4 Prozent auf 8,8 Mio. Euro erhöhte, war neben dem Rückgang der Produktlizenzen vor allem dem sehr starken Anstieg des Personalaufwands geschuldet, der sich infolge des hohen Personalwachstums (+20,3 Prozent) um über 21 Prozent auf 57,8 Mio. Euro bzw. auf 63,9 Prozent des Umsatzes erhöhte (nach 61,6 Prozent). Deutlich überproportional (+25,8 Prozent) haben auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zugelegt, die unter anderem von den Kosten im Zusammenhang mit der Umwandlung in eine SE sowie den Transaktionskosten der prudsys-Übernahme einmalig in die Höhe getrieben wurden. Auf der anderen Seite hat das letztjährige Ergebnis aber auch von hohen Erträgen aus Währungssicherungen sowie von Wertaufholungen profitiert, durch die sich die sonstigen betrieblichen Erträge auf 5,2 Mio. Euro nahezu verdreifacht haben. Ebenfalls ergebnisentlastend haben sich schließlich die Abschreibungen (-2,1 Prozent) entwickelt, weswegen das EBIT um 26,6 Prozent und damit deutlich stärker als der Umsatz erhöht werden konnte. Mit einem EBIT von 5,0 Mio. Euro wurde die Marge von 5,1 auf 5,5 Prozent verbessert. Da auch die Steuerbelastung aufgrund der Aktivierung von Verlustvorträgen der US-Tochter niedriger als im Vorjahr ausgefallen ist, verbesserte sich das



Nettoergebnis nach Steuern und Minderheitsanteilen um 37,4 Prozent auf 3,9 Mio. Euro.

## Weitere Profitabilitätsverbesserung angekündigt

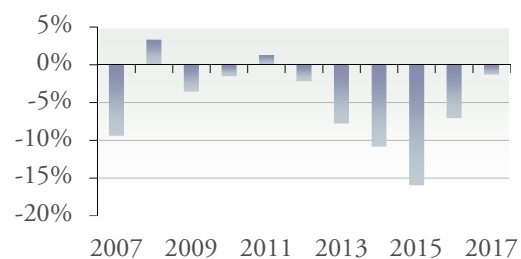
Mit der letztjährigen EBIT-Marge von 5,5 Prozent liegt GK Software trotz der Verbesserung immer noch deutlich unter dem für 2018 und die Folgejahre ausgesprochenen Zielwert von 15 Prozent (in Relation zur Betriebsleistung). Während diese Größenordnung bis 2011 regelmäßig locker übertroffen wurde, hat der anschließende Expansionskurs die Profitabilität spürbar belastet. Einerseits ist dies auf das gesunkene Gewicht der Lizenzeinnahmen zurückzuführen, die zu Beginn des Jahrzehnts noch teilweise mehr als ein Viertel des Gesamtumsatzes ausmachten. Vor allem aber ist es eine Folge der verschlechterten Effizienz im Dienstleistungsgeschäft. Diese hat 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.

## Nordamerika-Geschäft belastet

In Reaktion auf diese expansionsbedingt zwar bewusst in Kauf genommene, aber doch unbefriedigende Situation hat GK im Jahr 2015 ein umfangreiches Maßnahmenpaket ergriffen, das u.a. Änderungen der Projektleitung und des Projektcontrollings, Intensivierung des Personalmanagements im Hinblick auf die Auslastung und auf die Quote der abrechenbaren Projektstage sowie neu strukturierte Schulungen für neue Mitarbeiter umfasste. Diese Maßnahmen zeigten in 2016 bereits eine deutliche Wirkung, als die von uns zur Betrachtung der Produktivität des Bestandsgeschäfts berechnete „lizenzfreie“ EBITDA-Marge, bei deren Ermittlung die Umsatz- und die EBITDA-Reihe um die Lizenzerlöse bereinigt werden, einen

deutlichen Aufwärtssprung auf -7,1 Prozent und damit auf den besten Wert seit 2012 machte. GK Software berichtet vor allem für das europäische Geschäft von deutlichen Fortschritten, zeigt sich aber auch mit der Entwicklung in Afrika zufrieden. Demgegenüber ist es in den USA noch nicht gelungen, die Effizienz der Projektabwicklung an das übliche Konzernniveau heranzuführen. Dennoch konnte die „lizenzfreie“ EBITDA-Marge im letzten Jahr weiter verbessert werden. Auf Basis der reinen Produktlizenzen betrug diese -1,3 Prozent und lag damit auf dem besten Wert seit 2011. Das von GK formulierte Ziel, das Bestandsgeschäft mindestens kostendeckend zu betreiben, ist damit in greifbare Nähe gerückt. Dass es 2017 noch nicht erreicht wurde, lag zwar auch an den Einmalkosten der SE-Umwandlung und der prudsys-Übernahme, doch die wichtigste Ursache waren die Ineffizienzen im Nordamerikageschäft: Nach Angaben von GK wäre letztes Jahr die konzernweite EBIT-Marge um 3 bis 4 Prozentpunkte besser ausgefallen, wenn die Profitabilität in Nordamerika auf dem Niveau des restlichen Konzerns gelegen hätte.

Hypothetische EBITDA-Marge ohne Lizenzerlöse



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen; 2017 auf Basis von reinen Produktlizenzen.

## Operativer Cashflow sehr stark

Nachdem der operative Cashflow schon im Vorjahr um fast 70 Prozent auf 3,7 Mio. Euro verbessert werden konnte, hat sich der Mittelzufluss aus betrieblicher Tätigkeit im letzten Jahr sogar auf 15,2 Mio. Euro mehr als vervierfacht, wofür vor allem vorteilhafte Änderungen des Working Capital verantwortlich waren. Neben dem reduzierten Forderungsaufbau und dem erhöhten Aufbau von Verbindlichkeiten aus

Lieferungen und Leistungen sowie aus Kundenanzahlungen sorgte dafür auch ein Sondereffekt aus der Überzahlung durch einen Kunden, der sich auf 7,0 Mio. Euro belief und im laufenden Jahr korrigiert werden dürfte. Deutlich erhöht hat sich auch der (negative) Cashflow aus Investitionen, in dem sich vor allem die Auszahlungen für die baulichen Erweiterungsmaßnahmen am Stammsitz in Schöneck bemerkbar gemacht haben, mit denen GK seine räumlichen Kapazitäten und die Attraktivität für die Mitarbeiter dort spürbar erweitert und verbessert. Zusammen mit der Nettoauszahlung für den Erwerb von prudsys summierten sich die Investitionsauszahlungen auf 9,3 Mio. Euro, woraus sich ein Free-Cashflow von 5,9 Mio. Euro ergab.

### Wandelanleihe platziert

Um den Wachstumskurs zusätzlich finanziell abzusichern und u.a. weitere Produktinvestitionen für neue Marktsegmente und Kundengruppen (z.B. Tankstellen und Gastronomie) sowie in neue Technologien wie künstliche Intelligenz, maschinelles Lernen und Internet of Things (IoT) zu finanzieren, hat GK Software im letzten Jahr zusätzliche Schulden in Form weiterer Bankkredite (4,4 Mio. Euro) und vor allem einer Wandelanleihe mit einem Volumen von 15,0 Mio. Euro aufgenommen. Sie hat eine Laufzeit bis Oktober 2020, wird mit 3,0 Prozent p.a. verzinst und kann zum Preis von 155 Euro in knapp 100 Tsd. neue Aktien gewandelt werden. Insgesamt haben sich im letzten Jahr die liquiden Mittel um 25,1 Mio. Euro auf 27,9 Mio. Euro erhöht.

### Eigenkapitalquote niedriger

Im ersten Quartal hat sich der Liquiditätsbestand weiter erhöht, auf 30,9 Mio. Euro bzw. 28,6 Prozent der Bilanzsumme, die sich ihrerseits seit Anfang 2017 um die Hälfte auf 108,0 Mio. Euro erhöhte. Spiegelbildlich zu der gestiegenen Verschuldung hat sich die Eigenkapitalquote von 44,2 Prozent auf 34,7 Prozent ermäßigt, obwohl auch das Eigenkapital seit Anfang 2017 von 31,7 Mio. Euro auf zuletzt 37,4 Mio. Euro absolut deutlich zugelegt hat. Auf der Aktivseite hat sich zudem aufgrund der planmäßigen Abschreibungen und der Bilanzverlängerung der Anteil der immateriellen Assets auf 22,7 Prozent ermäßigt (von 33

Prozent Ende 2016), während die Sachanlagen durch die Investitionen in Schöneck absolut wie auch prozentual (auf 14,6 Prozent der Bilanzsumme) zugelegt haben.

### Anhaltendes Wachstum im ersten Quartal

Umsatzseitig brachten die ersten drei Monate 2018 eine Fortsetzung des bisherigen Wachstumstrends und einen Anstieg der Erlöse um fast 18 Prozent auf 23,7 Mio. Euro. Getragen wurde das Wachstum vor allem von den Lizenz Erlösen, die sich auf 4,9 Mio. Euro im Vorjahresvergleich vervielfacht haben. Allerdings ist ein Teil dieses Anstiegs (1,5 Mio. Euro) auf den veränderten Ausweis kundenindividueller Softwareentwicklung zurückzuführen, weswegen der Zuwachs der reinen Produktlizenzen etwas moderater ausgefallen ist, aber mit einem Plus von 420 Prozent auf 3,4 Mio. Euro dennoch weit oberhalb des letztjährigen Wertes gelegen hat. Dynamisch haben sich auch die Wartungserlöse entwickelt (+13,9 Prozent auf 7,4 Mio. Euro), während die Dienstleistungsumsätze um etwa 10 Prozent unter dem Vergleichswert gelegen haben. Korrigiert um die veränderte Verbuchung der kundenindividuellen Softwareentwicklung lässt sich zwar ein Anstieg dieser Umsatzart um 2,1 Prozent errechnen, der aber weit unter dem Personalwachstum (+12,3 Prozent) liegt. Die Ursache dieser Diskrepanz liegt in dem nordamerikanischen Geschäft, dessen noch unzureichende Effizienz erhebliche Kapazitäten gebunden hat.

### Negatives Quartalsergebnis

Die damit verbundenen Mehrkosten bzw. fehlenden Umsatzbeiträge haben sich belastend auf die Ergebnissituation ausgewirkt. Das EBITDA und das EBIT konnten zwar jeweils um mehr als 30 Prozent gesteigert werden, doch beruhte der hohe prozentuelle Zuwachs vor allem auf der niedrigen Vorjahresbasis. So hat sich die EBITDA-Marge im Vorjahresvergleich lediglich von 5,0 auf 5,7 Prozent verbessert, bereinigt um die Produktlizenzen hat sich die hypothetische „lizenzfreie“ EBITDA-Marge sogar auf -10,0 Prozent verschlechtert. In Verbindung mit höheren Abschreibungen und Finanzierungskosten führte dies beim

Vorsteuerergebnis und beim Quartalsergebnis zu einem Abrutschen in die roten Zahlen auf -0,08 Mio. Euro resp. -0,5 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	Q1 2017	Q1 2018	Änderung
Umsatz	20,12	23,67	+17,7%
Lizenzen	0,65	3,38	+421,0%
Dienstleistungen	12,16	10,89	-10,4%
Wartung	6,50	7,40	+13,9%
EBITDA	1,00	1,34	+34,5%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,7%</i>	
EBIT	0,17	0,22	+31,5%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,9%</i>	
Vorsteuerergebnis	0,04	-0,08	-
<i>Vorsteuer marge</i>	<i>0,2%</i>	<i>-0,3%</i>	
Jahresüberschuss	-0,37	-0,52	-
<i>Netto-Marge</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-2,2%</i>	

*In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen*

### Neue Mittelfristprognose bestätigt

So unerfreulich die Ergebnisentwicklung auf den ersten Blick auch anmutet, GK Software zeigt sich mit

der Entwicklung insgesamt zufrieden und hat deswegen die Margenprognose für 2018 bestätigt. Folglich stellt das Management weiterhin in Aussicht, mit der EBIT-Marge im Kerngeschäft schon dieses Jahr 2018 die Größenordnung von über 15 Prozent zu erreichen. Auf Nachfrage verweist das Unternehmen auf die Entwicklung in Nordamerika, wo es sich nicht nur auf einem guten Weg zur Überwindung der Probleme sieht, sondern im späteren Jahresverlauf auch eine kompensatorische Entwicklung der Umsatzausfälle des ersten Quartals erwartet. Bestätigt wurde im Rahmen der Q1-Berichterstattung auch die neue Mittelfristprognose, die für die nächsten drei Jahre eine Fortsetzung des dynamischen Wachstums vorsieht. Konkret will GK Software bis 2020 den Umsatz gegenüber 2017 in etwa auf das Anderthalbfache steigern, was einem Umsatzziel von über 135 Mio. Euro entsprechen dürfte. Hinsichtlich der Profitabilität wurde angekündigt, die EBIT-Marge auf einem Niveau von „ungefähr“ 15 Prozent zu halten. Wie schon bisher, betont der Vorstand mit Verweis auf gesamtwirtschaftliche Risiken, den Fortgang von Großprojekten und die Kosten der weiterhin forcierten globalen Expansion, dass diese Entwicklung nicht zwingend stetig verlaufen muss.

# 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 und europäischen 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 Softwareplattform OmniPOS, mit der die 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, was sich sowohl in dem dynamischen Neukundengeschäft niederschlägt als auch in der wachsenden Bereitschaft von Bestandskunden, vorzeitig auf die neue Software umzusteigen.

## Einstieg in SaaS-Modell vollzogen

Als nächsten Innovationsschritt hat GK Software den Einstieg in das SaaS-Geschäft vollzogen und bereits im letzten Jahr und somit vor dem offiziellen Launch in Frühjahr 2018 einen ersten großen Kunden für cloud4retail, eine vollständig cloudbasierte Umsetzung von OmniPOS, gewonnen. Die Umstiegsphase bedeutet zwar ein ceteris paribus vorübergehend niedrigeres Lizenzwachstum, doch über die gesamte Vertragslaufzeit ermöglicht das Subscription-Modell höhere und stabilere Einnahmen.

## Nächster Innovationsschritt eingeleitet

Als nächsten Innovationsschritt hat sich GK Software mit der letztjährigen Übernahme der prudsys AG umfangreiche Expertise und eine führende Lösung auf den Gebieten künstliche Intelligenz (KI) und Machine Learning gesichert, mit der Themen wie die Individualisierung der Kundenansprache (Recommendations, Marketing Automation und vor allem Dynamic Pricing) kanalübergreifend etabliert werden sollen. Aber auch die weitere KI-gestützte Optimierung von Prozessen wie Sortiments- oder Personalplanung verspricht große Potenziale.

## Starke SAP-Partnerschaft

Bei der Gewinnung von Neukunden erweist sich die enge Partnerschaft mit SAP immer mehr als ein entscheidender Trumpf. Nachdem 2015 14 und 2016 10 neue Abschlüsse über den Vertriebskanal SAP zustande kamen, wurden 2017 erneut 14 neue Projekte zusammen mit SAP gewonnen. Inzwischen beläuft sich die Anzahl der über diesen Kanal gewonnenen Kunden auf 60. Darüber hinaus umfasst die Partnerschaft die Abstimmung der Entwicklungsaktivitäten sowie gemeinsame Messeauftritte.

## Exzellente Referenzen

Zu diesen Neukunden gehörten allein im letzten Jahr drei Unternehmen, die zu den Global Top50 des Ein-

zelhandels zählen. Insgesamt sind elf dieser Einzelhandelsgiganten in der Kundendatei von GK vertreten, darunter solche Namen wie ALDI Nord, Lidl oder Migros.

## Große Internationalisierungsfortschritte

Getragen von der SAP-Partnerschaft hat GK-Software in den letzten vier Jahren große Internationalisierungsfortschritte erzielt und sich in kurzer Zeit zu einem global aktiven Softwarehaus entwickelt. Der Umsatzanteil mit ausländischen Kunden, der noch 2013 bei 17,9 Prozent gelegen hat, beläuft sich inzwischen auf fast die Hälfte.

## Hohe Wachstumsdynamik

Nachdem die ausgeprägte Investitionszurückhaltung der großen Händler, mit der GK Software zuvor mehrere Jahre konfrontiert gewesen ist, nun überwunden wurde, hat die Wachstumsdynamik deutlich zugenommen. Der Umsatz hat sich dank des sehr lebhaften Neugeschäfts seit 2014 verdoppelt und soll bis 2020 um weitere 50 Prozent erhöht werden. Mit dem großen Vertriebs Erfolg von OmniPOS, den namhaften Kunden und den weitgehend reibungslosen Projekten dürften die Bedenken weiterer potenzieller Kunden abnehmen, weswegen diese Zielsetzung nicht zu ehrgeizig 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 weiteres großes Potenzial bietet sich für GK Software dank OmniPOS auch im Geschäft mit Bestandskunden. Denn die Software stellt sowohl bezüglich ihrer Architektur als auch wegen der erweiterten Funk-

tionalitäten nicht schlicht eine nächste Version der alten Kassensoftware dar, sondern eine gänzlich neue Software. Obwohl die alte 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 drei Fällen sind die Kunden bereits umgestiegen und haben die Lösung in mehreren Ländern ausgerollt.

## Deutlicher Margenanstieg angekündigt

Nachdem die rasante internationale Expansion in Kombination mit dem verhaltenen Neugeschäft in den Jahren 2011 bis 2014 für eine abnehmende Profitabilität und zwischenzeitlich sogar für negative Ergebnisse gesorgt hatte, konnte 2015 der Turnaround vollzogen und in den beiden Folgejahren mit steigenden Margen bestätigt werden. Mit zuletzt 5,5 Prozent lag die EBIT-Marge aber noch weit unter früheren Werten (teilweise deutlich über 20 Prozent) sowie über dem Margenziel für 2018 und die Folgejahre (15 Prozent). Mit Verweis auf die ergriffenen Maßnahmen in den USA sowie auf die wegfallenden Belastungen aus dem letzten Jahr hat GK Software diese Zielsetzung zuletzt bestätigt, was im Erfolgsfall im laufenden Jahr für einen kräftigen Gewinnsprung sorgen dürfte.

## 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. Vor dem Hintergrund der immer besser funktionierenden

Partnerschaft und der Vielzahl an gemeinsamen Projekten hat das Übernahmeszenario nach unserer Einschätzung in den letzten Jahren noch zusätzlich an Wahrscheinlichkeit gewonnen.

# DCF-Bewertung

## Wachstumsszenario intakt

Wir haben bisher in unseren Schätzungen ein Szenario unterstellt, in dem GK Software den dynamischen Wachstumskurs fortsetzt und die Profitabilität wieder schrittweise an das alte Niveau heranführt. Angesichts der exzellenten Positionierung und der starken Nachfrage halten wir dieses Szenario weiterhin für realistisch und halten hieran fest. Im Detail haben wir allerdings ein paar Modifikationen vorgenommen, mit denen wir auf die Ist-Zahlen des letzten Jahres, die neue Mittelfristprognose sowie auf eine veränderte Einschätzung einiger Sachverhalte reagiert haben.

## Umsatzschätzung über Guidance

Hinsichtlich der Umsatzschätzung haben wir eine leichte Abwärtskorrektur vorgenommen und erwarten nun für das laufende Jahr 108,5 Mio. Euro. Für das Jahr 2020, für das GK Software im Rahmen der neuen Prognose einen Umsatz in der Größenordnung von über 135 Mio. Euro in Aussicht stellt (das Andert-halb-fache des letztjährigen Wertes), rechnen wir nun mit 140,4 Mio. Euro (bisher: 146,4 Mio. Euro). Die

Absenkung der Umsatzreihe ist dabei vor allem dem Einstieg in das Subscription-Modell geschuldet, den wir bisher deutlich zurückhaltender angenommen hatten und der in der Übergangsphase die Umsatzentwicklung etwas hemmt.

## Schrittweise Margenverbesserung

Derselbe Effekt ist auch hinsichtlich der Margen wirksam, darauf hat GK Software im letzten Geschäftsbericht als einen Aspekt zur Erklärung der nur leichten Margenverbesserung bereits hingewiesen. Während diese Auswirkungen auch in 2018 und in den Folgejahren zu beobachten sein dürfte (sofern sich weitere Kunden für die Subscription entscheiden, wovon wir ausgehen), waren die letztjährigen Ergebnisbelastungen aus der SE-Umwandlung einmaliger Natur. Auch hinsichtlich der Profitabilitätsdefizite in Nordamerika geht GK Software davon aus, dass sie im laufenden Jahr überwunden werden, weswegen das Management die Prognose einer 15-prozentigen EBIT-Marge für 2018 aufrechterhalten hat. Wir haben dennoch unsere

Mio. Euro	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	108,5	124,8	140,4	154,5	168,4	181,8	194,6	208,2
Umsatzwachstum		15,0%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	10,6%	11,7%	13,0%	14,1%	15,1%	15,2%	15,3%	15,3%
EBIT	11,5	14,7	18,3	21,8	25,3	27,6	29,7	31,9
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	3,5	4,4	5,5	6,5	7,6	8,3	8,9	9,6
NOPAT	8,1	10,3	12,8	15,2	17,7	19,3	20,8	22,3
+ Abschreibungen & Amortisation	4,5	4,6	4,4	4,3	4,2	4,1	4,1	4,1
+ 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
Operativer Brutto Cashflow	12,6	14,9	17,2	19,5	21,9	23,5	24,9	26,5
- Zunahme Net Working Capital	-0,9	-1,2	-1,4	-1,6	-1,9	-2,1	-2,3	-2,6
- Investitionen AV	-7,3	-3,5	-3,8	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3
Free Cashflow	4,4	10,2	12,0	13,9	16,0	17,2	18,3	19,5

Margenschätzung unverändert gelassen und kalkulieren für 2018 weiterhin mit einer EBIT-Marge von „nur“ 10,6 Prozent. Anschließend lassen wir die Marge schrittweise ansteigen, das Überschreiten der 15-Prozent-Grenze haben wir aber erst für das Jahr 2022 modelliert. Sollte GK Software seine Margenprognose schon dieses Jahr erfüllen, birgt diese vorsichtige Vorgehensweise ein hohes zusätzliches Aufwärtspotenzial für den fairen Wert. Darüber hinaus arbeiten wir zur Ermittlung des Terminal Value unverändert mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des Jahres 2025 und kalkulieren folglich mit einer „ewigen“ EBIT-Marge von 10,7 Prozent. Die ewige Wachstumsrate liegt weiterhin bei 1 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2018 bis 2025 zeigt die Tabelle auf der vorigen Seite, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich zudem im Anhang.

### Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 4,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 2,5 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 und einem Zielfremdkapitalanteil von 35 Prozent resultiert hieraus ein unveränderter WACC-Satz von 6,8 Prozent.

### Kursziel: 144,50 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,8 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 222,6 Mio. Euro bzw. 115,63 Euro je Aktie. Zuzüglich der 25-prozentigen Übernahmeprämie,

die wir seit dem SAP-Einstieg und seit der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, liegt unser Kursziel nun bei 144,50 Euro und damit leicht über dem Wert aus unserem letzten Comment (143,50 Euro).

### Leicht erhöhtes Schätzrisiko

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 etabliertes und bewährtes Geschäftsmodell verfügt, welches seit Jahren kontinuierlich weiterentwickelt wird, erhöht grundsätzlich die Berechenbarkeit. Allerdings haben gerade die letzten Jahre verdeutlicht, dass das vergleichsweise große Gewicht 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. In Summe halten wir deswegen unsere bisherige Einstufung der Prognoseunsicherheit als leicht erhöht weiter für angemessen und vergeben nach wie vor vier von sechs Punkten.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
5,8%	200,29	184,25	171,53	161,21	152,66
6,3%	179,00	166,73	156,77	148,52	141,57
6,8%	162,11	152,50	144,54	137,83	132,12
7,3%	148,39	140,70	134,23	128,71	123,95
7,8%	137,01	130,77	125,44	120,84	116,83

### Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 116,83 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,8 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 200,29 Euro im optimistischsten Fall.



## Fazit

---

GK Software hat auch im letzten Jahr das dynamische Wachstum fortgesetzt und mit einem Umsatz von 90,5 Mio. Euro das erst für 2018 ausgegebene mittelfristige Umsatzziel vorzeitig nahezu erreicht. Das hohe Tempo soll weiter beibehalten werden, bis 2020 strebt der Softwareanbieter ein weiteres Umsatzwachstum um 50 Prozent an. Das erste Quartal, in dem der Umsatz erneut um fast 18 Prozent gesteigert wurde, lag bereits klar im Rahmen dieser Vorgabe.

Angesichts der exzellenten Positionierung, die eine breite Kunden- und Installationsbasis, eine klare Innovationsführerschaft und eine enge Partnerschaft mit SAP verbindet, sowie der vorteilhaften Markttrends halten wir diese Zielsetzung für gut erreichbar und trauen dem Unternehmen sogar mehr zu. Etwas vorsichtiger sind wir hingegen immer noch bezüglich der Margenentwicklung. Während GK Software schon dieses Jahr im Kerngeschäft eine EBIT-Marge von 15 Prozent anpeilt, haben wir unsere Schätzungen spürbar darunter belassen und stattdessen einen mehrjährigen Aufwärtstrend der Marge modelliert.

Unabhängig davon, wie schnell die Margenverbesserung erzielt werden kann, sehen wir die Erfolgsgeschichte von GK Software weiterhin als absolut intakt an. Die hohen Investitionen der Vorjahre, mit denen das Unternehmen den Wandel von einem deutschen Softwarehaus zu einem global agierenden SAP-Partner in kürzester Zeit vollzogen hat, zahlen sich ebenso immer mehr aus wie die hohen Investitionen in die Produktentwicklung, die GK mit OmniPOS einen richtigen Verkaufsschlager beschert haben. Mit dem neuen Subscription-Angebot und der Integration von KI-basierten Funktionalitäten wie dem Dynamic Pricing wurde diese Innovationsführerschaft im letzten Jahr weiter ausgebaut.

Wir haben deswegen im Rahmen unserer Wertermittlung das unterstellte Wachstumsszenario beibehalten und auf dieser Basis einen fairen Wert von 144,50 Euro je Aktie ermittelt (wie bisher, enthält dieser Wert eine 25-prozentige fiktive Übernahmeprämie). Gegenüber dem aktuellen Kurs signalisiert das ein hohes Kurspotenzial von mehr als 20 Prozent, weswegen wir unser „Buy“-Rating bestätigen.

# Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

## Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
<b>AKTIVA</b>									
I. AV Summe	44,7	47,5	46,4	45,7	45,4	45,3	45,3	45,5	45,7
1. Immat. VG	25,4	26,9	25,6	24,6	23,8	23,2	22,7	22,3	22,1
2. Sachanlagen	14,2	15,4	15,6	15,9	16,4	16,8	17,3	17,8	18,2
II. UV Summe	61,9	58,3	67,3	78,8	87,8	96,7	104,6	113,7	123,2
<b>PASSIVA</b>									
I. Eigenkapital	38,7	46,7	55,8	67,0	75,0	83,2	90,4	98,1	106,3
II. Rückstellungen	3,2	3,5	3,7	4,0	4,3	4,5	4,8	5,0	5,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	27,8	27,8	25,3	23,5	22,8	22,0	21,1	21,1	21,1
2. Kurzfristiges FK	36,9	27,9	28,9	30,0	31,1	32,4	33,7	34,9	36,3
<b>BILANZSUMME</b>	<b>106,6</b>	<b>105,8</b>	<b>113,7</b>	<b>124,5</b>	<b>133,2</b>	<b>142,0</b>	<b>149,9</b>	<b>159,1</b>	<b>168,9</b>

## GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzerlöse	90,5	108,5	124,8	140,4	154,5	168,4	181,8	194,6	208,2
Gesamtleistung	90,5	109,2	125,5	141,2	155,2	169,2	182,6	195,4	209,1
Rohertrag	81,9	99,3	114,3	128,5	141,3	154,0	166,3	177,9	190,3
EBITDA	8,8	16,0	19,3	22,7	26,0	29,5	31,7	33,8	36,0
EBIT	5,0	11,5	14,7	18,3	21,8	25,3	27,6	29,7	31,9
EBT	4,3	11,4	14,8	18,7	22,6	26,4	28,9	31,1	33,5
JÜ (vor Ant. Dritter)	3,9	8,0	10,4	13,1	15,8	18,5	20,2	21,8	23,4
JÜ	3,9	8,0	10,4	13,1	15,8	18,5	20,2	21,8	23,4
EPS	2,05	4,15	5,39	6,81	8,22	9,59	10,50	11,32	12,18

## Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

### Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
CF operativ	15,2	11,6	13,8	16,1	18,4	20,8	22,2	23,6	25,0
CF aus Investition	-9,3	-7,3	-3,5	-3,8	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3
CF Finanzierung	19,1	-10,0	-3,9	-3,7	-8,6	-11,1	-13,8	-14,1	-15,3
Liquidität Jahresanfa.	2,8	27,9	22,2	28,7	37,3	43,3	48,9	53,1	58,3
Liquidität Jahresende	27,9	22,2	28,7	37,3	43,3	48,9	53,1	58,3	63,7

### Kennzahlen

Mio. Euro	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025
Umsatzwachstum	17,0%	20,0%	15,0%	12,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%
Rohertragsmarge	90,6%	91,5%	91,6%	91,5%	91,5%	91,5%	91,4%	91,4%	91,4%
EBITDA-Marge	9,7%	14,8%	15,5%	16,1%	16,8%	17,5%	17,5%	17,4%	17,3%
EBIT-Marge	5,5%	10,6%	11,7%	13,0%	14,1%	15,1%	15,2%	15,3%	15,3%
EBT-Marge	4,8%	10,5%	11,9%	13,3%	14,6%	15,7%	15,9%	16,0%	16,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	4,3%	7,4%	8,3%	9,3%	10,2%	11,0%	11,1%	11,2%	11,3%

# 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*

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

### *Charts*

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

## Disclaimer

### *Rechtliche Angaben (§85 WpHG, MAR und Delegierte Verordnung (EU) 2016/958 der Kommission zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr. 596/2014)*

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.

### *1) 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 bzw. dem Unternehmen vorgelegt
- 4) Die sc-consult GmbH hat die Studie vor der Veröffentlichung aufgrund einer Anregung des Auftraggebers bzw. des Unternehmens inhaltlich geändert (wobei die sc-consult GmbH zu einer solchen Änderung nur aufgrund sachlich berechtigter Einwände bereit ist, die die Qualität der Studie betreffen)

- 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 oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettoverkaufsposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde.
- 8) Die sc-consult GmbH oder eine an der Studiererstellung beteiligte Person sind zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung im Besitz einer Nettokaufposition, die die Schwelle von 0,5 % des gesamten emittierten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Artikel 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 (6) berechnet wurde
- 9) Der Emittent hält zum Zeitpunkt der Studienveröffentlichung Anteile von über 5 % an der sc-consult GmbH
- 10) 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: Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

An der Erstellung der vorliegenden Finanzanalyse hat mitgewirkt: -

Die vorliegende Analyse wurde am 18.06.2018 um 7:55 Uhr fertiggestellt und am 18.06.2018 um 8:30 Uhr veröffentlicht.

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 Bewertungsverfahren 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.

Ausführlicheren Erläuterungen der von SMC-Research verwendeten Modelle finden sich unter:

<http://www.smc-research.com/impressum/modellerlaeuterungen>

Eine Übersicht der Empfehlungen, die von SMC-Research in den letzten 12 Monaten erstellt und verbreitet wurden, findet sich unter: <http://www.smc-research.com/publikationsuebersicht>

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
23.04.2018	Buy	143,50 Euro	1), 3)
11.12.2017	Buy	135,00 Euro	1), 3)
05.09.2017	Hold	127,50 Euro	1), 3)
08.06.2017	Hold	98,00 Euro	1), 3)
16.05.2017	Buy	97,00 Euro	1), 3), 4)
05.12.2016	Buy	71,70 Euro	1), 3)
15.09.2016	Speculative Buy	54,90 Euro	1), 3)

In den nächsten zwölf Monaten wird die sc-consult GmbH zu dem analysierten Unternehmen voraussichtlich folgende Finanzanalysen erstellen: Vier Updates und ein Research-Comment

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.