

14. Juli 2020
Research-Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research



GK Software SE

Wachstumsprimus im globalen Markt

Urteil: Buy (unverändert) | Kurs: 70,00 € | Kursziel: 91,00 € (zuvor: 90,00 €)

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	10
Strategie.....	15
Zahlen	17
Equity-Story	21
DCF-Bewertung.....	23
Fazit	25
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	26
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	27
Impressum & Disclaimer.....	28

Snapshot



Kurzportrait

Im Windschatten des Partners SAP hat sich GK Software in den letzten Jahren zu einem weltweit führenden Anbieter von Einzelhandelssoftware entwickelt. Gemessen an den Neuinstallationen von Kassensystemen liegt GK sogar vor allen Konkurrenten und kann damit den eigenen Marktanteil weiter ausbauen. Das stellt eine unmittelbare Folge der hohen Investitionen in die Produktentwicklung und Markterschließung dar, die GK in den letzten Jahren gestemmt hat. Umsatzseitig hat sich dieser Expansionskurs in Form einer Verdopplung innerhalb der letzten fünf Jahre bereits deutlich ausgezahlt, doch bislang noch zum Preis einer signifikant verschlechterten Profitabilität. Diesbezüglich ist GK Software aber im zweiten Halbjahr eine Trendwende gelungen, die im ersten Quartal eine beeindruckende Bestätigung gefunden hat. Auch für das Gesamtjahr 2020 prognostiziert der Vorstand ungeachtet der Beeinträchtigungen durch die COVID-19-Pandemie eine deutliche Ergebnisverbesserung. Auch wir erwarten einen Gewinnanstieg und sehen durch den Trend der letzten Quartale unser Schätzszenario, das für die nächsten Jahre von einem fortgesetzten Umsatzwachstum und einem sukzessiven Margenanstieg ausgeht, gestärkt.

Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	1.122
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Ticker:	GKS:GR
Kurs:	70,00 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienanzahl:	2,04 Mio. Stück
Market-Cap:	143,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	156,3 Mio. Euro
Free Float:	ca. 44,9 %
Kurs Hoch/Tief (12M):	78,20 / 35,00 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	109,2 Tsd. Euro / Tag

GJ-Ende: 31.12.	2017	2018	2019	2020e	2021e	2021e
Umsatz (Mio. Euro)	90,5	106,2	115,4	124,1	136,5	148,8
EBIT (Mio. Euro)	5,0	1,6	3,4	9,9	13,3	16,2
Jahresüberschuss	3,9	0,9	-3,1	7,2	8,2	10,9
EpS	2,05	0,49	-1,55	3,53	4,03	5,33
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,22	0,53
Umsatzwachstum	17,0%	17,4%	8,8%	7,5%	10,0%	9,0%
Gewinnwachstum	37,4%	-76,2%	-	-	14,3%	32,0%
KUV	1,58	1,35	1,24	1,15	1,05	0,96
KGV	36,8	154,6	-	19,8	17,4	13,1
KCF	9,4	-	-	10,0	9,7	8,6
EV / EBIT	31,3	98,0	45,6	15,8	11,8	9,6
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,8%

Executive Summary

- **Führende Marktposition:** GK Software gehört zu den weltweit führenden Anbietern von Einzelhandelssoftware. Gemessen an der Zahl der Neuinstallationen liegt das Unternehmen sogar vor allen Wettbewerbern und kann damit den Marktanteil kontinuierlich ausbauen.
- **Namhafte Kundenbasis:** Das Unternehmen zählt zahlreiche Branchengrößen zu seinen Kunden, unter anderem wird seine Software von zehn der weltweit größten 50 Einzelhändler eingesetzt. Die Installationsbasis erstreckt sich inzwischen auf 319 Tsd. Systeme in 63 Ländern. Zu den bekanntesten Kunden zählen ALDI Nord, Lidl oder Migros. Auch der indische und afrikanische Arm von Walmart setzt auf die Lösungen von GK Software.
- **Attraktiver Markt:** Entwicklungen wie der Siegeszug des mobilen Internets, das Zusammenwachsen unterschiedlicher Vertriebskanäle (Stichwort Omnichannel) und die steigende Bedeutung von KI-Anwendungen bedeuten für den Einzelhandel weitreichende Umwälzungen, die ohne moderne IT-Strukturen kaum zu bewältigen sind und die 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. Themen wie Omnichannel und ganz aktuelle künstliche Intelligenz (KI) sowie Machine Learning, mit denen u.a. individualisiertes Marketing und vor allem Dynamic Pricing kanalübergreifend etabliert werden sollen, werden früh aufgegriffen und für den Einzelhandel umgesetzt.
- **Erfolgreiche SAP-Partnerschaft:** Die GK-Produkte werden weltweit von SAP an deren Einzelhandelskunden vertrieben. Mit der Partnerschaft, die aktuell durch den Aufbau eines gemeinsamen Excellence Center for Retail weiter vertieft und institutionalisiert wird und aus der bereits über 70 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen sind, ist GK Software in den letzten Jahren vor allem im Ausland sehr stark gewachsen, wo inzwischen fast die Hälfte der Erlöse erzielt wird. Besonders dynamisch hat sich zuletzt die Auftragsakquise in den USA entwickelt, wo GK inzwischen über acht Kunden verfügt. Damit wurde auch in dem wichtigsten Einzelhandelsmarkt der Welt endgültig der Durchbruch geschafft.
- **Ergebnistrendwende vollzogen:** Getrieben von der Internationalisierung ist GK Software in den letzten Jahren sehr stark gewachsen und hat den Umsatz seit 2014 um fast 160 Prozent auf zuletzt 115 Mio. Euro gesteigert. Nachdem dies aber zunächst zu Lasten der Profitabilität ging, wurde seit Mitte 2019 eine klare Ergebnistrendwende vollzogen, die im ersten Quartal 2020 mit beindruckenden Gewinnverbesserungen bestätigt wurde.
- **Aktie mit hohem Potenzial:** Auch wenn die ursprüngliche Mittelfristprognose, die für dieses Jahr einen Umsatz von über 135 Mio. Euro und eine EBIT-Marge im Kerngeschäft von rund 15 Prozent vorsah, wegen der Corona-bedingten Beeinträchtigungen des Neugeschäfts nicht erreicht werden dürfte, soll das Ergebnis trotzdem auch 2020 erhöht werden. Damit sehen wir unser Schätzszenario eines fortgesetzten Wachstums und einer schrittweisen Profitabilitätsverbesserung als gut begründet und sehen auf dieser Basis für die Aktie Potenzial bis 91,00 Euro. Unser Urteil lautet weiterhin „Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Führender Anbieter spezialisierter Software für den Einzelhandel mit einer breiten und renommierten Kundenbasis.
- Technologie- und Innovationsführerschaft, die mit den Vertriebsfolgen nachdrücklich unterstrichen wird.
- Umfassende Partnerschaft mit SAP, die aktuell weiter vertieft und institutionalisiert wird und aus der bereits über 70 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen sind.
- Sehr hohe Wachstumsdynamik in den letzten Jahren, die vor allem von einer zunehmenden Internationalisierung getragen wird.
- 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. Zusätzlich dürfte die Corona-Krise die Themen Digitalisierung und Omnichannel im Einzelhandel weiter beflügeln.
- Die Auslandsmärkte bieten noch große Potenziale für Marktanteilszugewinne. Insbesondere im US-Markt bestehen viele Expansionschancen.
- Mit der Entwicklung neuer Lösungen (Tankstellen, Kleinhändler, Fiskalisierung) und der Integration der KI-Expertise können der technologische Vorsprung und die Wettbewerbsstärke weiter ausgebaut werden.
- Die Vertriebspipeline ist weiterhin sehr gut gefüllt.
- Eine Fortsetzung des zuletzt positiven Margentrends würde ein deutlich überproportionales Gewinnwachstum ermöglichen und die Aktie beflügeln.
- SAP-Partnerschaft weckt Übernahmefantasie.

Schwächen

- Die Umsätze und Erträge einzelner Jahre werden teilweise in hohem Ausmaß von wenigen Großkunden und -projekten beeinflusst.
- Die Ergebnisentwicklung wird stark von den volatilen Produktlizenzen determiniert, die oft erst in den letzten Wochen des Jahres erzielt werden.
- Der hohe Dienstleistungsanteil begrenzt die Skalierungspotenziale des Geschäftsmodells und bedingt erhöhte Auslastungsrisiken.
- Von dem eigentlich angestrebten Margenniveau von 15 Prozent ist GK Software noch weit entfernt, auch dieses Jahr dürfte es wegen der COVID-19-Pandemie verfehlt werden.
- Bereinigt um Sondereffekte war das letztjährige EBIT noch rückläufig und negativ.

Risiken

- Die Dauer der Corona-Pandemie und ihre wirtschaftlichen Folgen könnten sich als viel größer erweisen als erwartet und für erhebliche Beeinträchtigungen vor allem im Neugeschäft sorgen. Auch Ausfälle im Kundenportfolio und eine dauerhafte Schwächung der Investitionsfähigkeit für Teile des Einzelhandels sind nicht ausgeschlossen.
- Die Bemühungen um eine weitere Verbesserung der Profitabilität könnten scheitern und umfassendere Maßnahmen erforderlich machen.
- 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.

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 Geschäftsführer der Tochter EuroSoftware in Pilzen und als Leiter der Forschungsabteilung. Darüber hinaus halten die beiden Gründer direkt und indirekt immer noch 55 Prozent der Aktien.

Präsenz auf drei Kontinenten

Insgesamt beschäftigt der Konzern derzeit 1.122 Mitarbeiter (Stand: Ende März 2020), die sich auf mehr als ein Dutzend operativ tätige Gesellschaften und auf 14 Standorte in sieben Ländern verteilen. Die beiden wichtigsten Standorte sind die Firmenzentrale in Schöneck mit 400 Mitarbeitern, wo unter dem Dach der Konzernmutter administrative Aufgaben, Produktentwicklung, Projektmanagement und Third-Level-Support angesiedelt sind. Eine Schlüsselstellung innerhalb des Geschäftsmodells kommt der Tochter EUROS SOFTWARE aus Pilsen zu, die mit ihren 245 Mitarbeitern für einen Großteil der eigentlichen Softwareproduktion sowie für Forschung & Entwicklung verantwortlich ist. Weitere inländische Standorte befinden sich unter anderem in Berlin (Marketing, Vertrieb und Partneraktivitäten), Hamburg und St. Ingbert im Saarland. Seit Anfang 2016 gehört zudem ein weiterer Near-Shoring-Standort in Lwiw in der Ukraine zum Konzern (derzeit 18 Mitarbeiter), mit dem sich GK-Software die gute Verfügbarkeit von IT-Fachkräften sowie das niedrige Lohnniveau in der westukrainischen Stadt zunutze machen will.

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 und wo inzwischen 86 Mitarbeiter zum Team zählen.

Leistungsstarkes Kernprodukt

Im Zentrum des Geschäfts von GK Software steht eine moderne, modulare und für andere Systeme offene Cloud-Plattform (cloud4retail), an die verschiedene mobile und stationäre Dienste angedockt werden können. Den funktionalen Kern der Plattform stellt die Kassenslösung OmniPOS dar, die vollständig in JAVA programmiert, hardware- und betriebssystemunabhängig und insbesondere auf die Bedürfnisse weitverzweigter Filialunternehmen zugeschnitten ist. Die Software von GK ermöglicht eine Abdeckung sämtlicher IT-gestützten Prozesse in den Filialen und eine effiziente Kontrolle und Steuerung durch die Unternehmenszentrale. Alle Funktionen können zudem je nach Bedarf zentral oder dezentral und einheitlich für sämtliche Kanäle ausgestaltet werden, was die Händler in die Lage versetzt, Prozesse wie Preisberechnung, Treueprogramme, Sonderaktionen, Warenwirtschaft oder Angebotspolitik konsistent über die bedienten Vertriebskanäle (stationär, online, mobil) abzubilden. 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 eine verlässliche Kalkulation der Kosten ermöglicht.

Wachsendes Add-on-Portfolio

Neben dem Kernprodukt bietet GK Software inzwischen auch eine breite Palette an weiteren Lösungen, die meistens in Kombination mit OmniPOS zum Einsatz kommen, aber auch separat vertrieben werden. Dazu gehört die mobile, cloudbasierte Konsumentenlösung Mobile Customer Assistent, mit der Händler ihren Kunden eine mächtige Smartphone-App bieten können, die sämtliche Aspekte der Kundenansprache abdeckt. Dazu gehören Infotainment, Rabattaktionen, Self-Scanning und Mobile Payment. Eine wichtige Funktionserweiterung bietet zudem die KI-Plattform AIR (Artificial Intelligence for Retail), mit der KI-gestützt vielfältige handelspezifische Individualisierungs- und Optimierungsaufgaben wie etwa Dynamic Pricing, Personalisierung der Ansprache und der Angebote, Betrugsvorbeugung etc. wahrgenommen werden können. In den USA führt GK Software darüber hinaus auch eine marktführende Lösung für die Zahlungsabwicklung im Portfolio, mit der mehr als 40 unterschiedliche Zahlungssysteme angebunden werden können. Schließlich entwickelt und vertreibt die Tochter AWEK unter dem Namen euro-SUITE eine Einzelhandelssoftware für den mittelständischen Einzelhandel.

Lösungen für neue Kundengruppen

Unter dem Namen GK Drive wurde im letzten Jahr eine neue Lösungsvariante für Tankstellen und daran angeschlossene Convenience-Shops entwickelt und

inzwischen an die ersten beiden US-Kunden übergeben. Gerade in den USA ist die Kombination aus Tankstellen und Supermärkten weit verbreitet, weswegen GK Software in dieser Sortimentserweiterung ein wichtiges Erfolgskriterium sieht. Ebenso unterhalten zahlreiche Supermärkte eigene Restaurants, weswegen auch eine Lösung für Handelsgastronomie auf der Agenda steht. Speziell für den deutschen Markt wurde hingegen in Kooperation mit der Bundesdruckerei eine Cloud-basierte Fiskalisierungslösung entwickelt, mit der deutsche Einzelhändler unabhängig von der eingesetzten Kassensoftware die verschärften Vorschriften für die Fälschungssicherheit von Kassenzetteln zur Reduktion der Steuervermeidung erfüllen können. Die Lösung, die GK in einer separaten Tochter DF Deutsche Fiskal GmbH führt, ist seit Anfang April im Markt und bereit für den breiten Rollout. Allerdings dürfte sich dieser deutlich verzögern, weil zahlreiche Bundesländer den krisengeplagten Händlern und Gastronomen einen mehrmonatigen Aufschub in Form von Nichtbeanstandungsregeln gewährt haben. Noch in der Entwicklung befindet sich hingegen eine cloud-basierte Kassenslösung für Kleinsthändler, die GK Software unter dem Namen „Retail 7“ vor allem im Abo-Modell platzieren will und die minimale Anforderungen an die Hardware, bis zum Betrieb in einem Browser, stellt. Bis auf eine Bargeldkassette können die Händler damit auf spezielle Kassensysteme verzichten, was ihnen erhebliche Investitionskosten erspart.

Erfolgreiche SAP-Partnerschaft vertieft

Die hohe Qualität und der große Funktionsumfang der GK-Lösungen wurden im Jahr 2009 durch den Softwarekonzern SAP geadelt, der diese seitdem eigenen Kunden aus dem Handelsbereich als Branchenlösung anbietet. Inzwischen vertreibt SAP weltweit sämtliche zentralen Elemente der GK-Lösungswelt, darüber hinaus umfasst die Zusammenarbeit eine enge Abstimmung auf den Gebieten Forschung und Entwicklung sowie gemeinsame Messeauftritte. Diese Zusammenarbeit wurde im letzten Herbst durch die Vereinbarung zur Errichtung eines Centers of Excellence for Retail vertieft und institutionalisiert, in deren Rahmen die weitere Produktentwicklung eng abgestimmt und auf die Customer Experience Strategie

von SAP ausgerichtet werden soll. Von der Partnerschaft mit SAP profitiert GK Software durch einen großen Renommeezugewinn, vor allem aber durch die enorm vergrößerte vertriebliche Reichweite. 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 mehr als 70 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen, vor allem im Ausland profitiert GK Software sehr stark von der Vertriebskraft seines Partners.

Breite Kunden- und Installationsbasis

Insgesamt konnte GK Software im letzten Jahr im Kerngeschäft zwölf neue Kundenprojekte gewinnen. Die Zahl der Installationen wurde um rund 22.000 auf 319.000 erhöht, die sich auf fast 60 Tsd. Geschäfte in 63 Ländern verteilen. Den Gesamtbestand der Kundendatei beziffert GK Software auf 290, wovon fast 90 auf das Kernprodukt OmniPOS (50) bzw. dessen Vorgänger GK/Retail POS entfallen. Besonders stark ist GK Software dabei in den Segmenten Lebensmittel, Drogerie & Haushalt, Mode & Lifestyle, Bau- und Einrichtungsmärkte sowie Technik & Auto.

Erstklassige Referenzen...

Die Kundenkartei von GK Software gleicht dem „Who is who“ des Einzelhandels. Insgesamt zählt GK Software zehn der globalen Top-50-Einzelhändler zu den Kunden. Im Heimatmarkt Deutschland zählen Lidl, ALDI Nord, Edeka, Galeria Kaufhof, Fressnapf, Telekom-Shops, Tschibo, Netto, Douglas, Hornbach und die HIT-Märkte zum Kundenkreis, 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. Über eine rasch wachsende Kundenbasis verfügt GK Software auch in Nordamerika. Nachdem zuvor schon mit Loblaw der größte Einzelhändler Kanadas gewonnen werden konnte, haben sich 2018 und 2019 sieben US-Händler für GK-Software entschieden, darunter zwei der Top-20 des US-Lebensmitteleinzelhandels. Auch der weltgrößte Einzel-

händler Walmart gehört inzwischen zum Kundenkreis, wenn auch bisher nur die Aktivitäten außerhalb der USA. Insbesondere im südlichen Afrika und in Indien hat GK den Branchenprimus mit Kassensoftware ausgestattet.

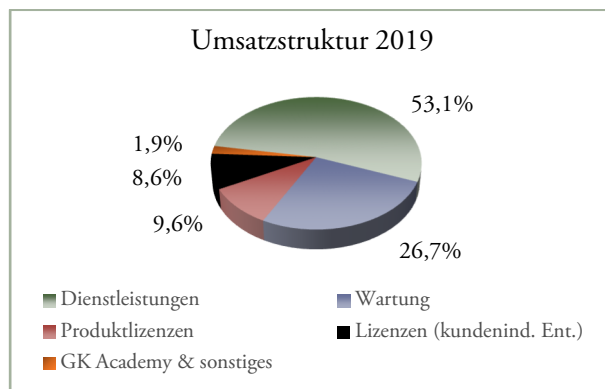
...und führende Marktstellung

Die starke Marktstellung zeigt sich nicht nur in den anhaltenden Vertriebsfolgen, sondern wird GK Software auch immer wieder in Studien bescheinigt. Unter anderem hat Forrester Research das Kernprodukt OmniPOS als die technologisch weltweit führende Lösung bewertet und dabei Bestnoten für die Kategorien Produktangebot und Marktpräsenz vergeben und dies mit Aspekten wie Omnichannel-Fähigkeiten, Produktqualität und Cloud-Angebot begründet. Auch in einer IHL-Studie wurde das Softwareangebot von GK Software als weltweit führend bezeichnet und das Unternehmen gemessen am Umsatz als Nummer vier im weltweiten Markt aufgeführt. Nach Erhebungen von RBR ist GK gemessen an der Zahl der Installationen in Europa inzwischen die Nummer zwei sowie gemessen an der Zahl der Neuinstallationen sogar weltweit führend (Neuinstallationen von Juni 2018 bis Juni 2019, ohne Tankstellen und Hospitality). Bezogen auf den weltweiten Installationsbestand wird GK auf Platz 4 aufgeführt. Besonders stark ist die Marktstellung in Europa, wo der Marktanteil bei den Neuinstallationen auf 30 Prozent beziffert und wo auch beim Installationsbestand GK als der Marktführer in Mittel- und Osteuropa und Nummer zwei in ganz Europa geführt wird. Noch stärker ist die Marktstellung im Heimatmarkt Deutschland ausgeprägt. Vor allem im deutschen Lebensmittel-Discounthandel, wo GK-Software Platzhirsche wie Lidl und ALDI Nord zu den Kunden zählt, dürfte der Marktanteil inzwischen jenseits der 50-Prozent-Marke liegen.

Schwerpunkt auf Dienstleistungen

Das größte Erlösvolumen (53,1 Prozent im letzten Jahr) erzielt das Unternehmen 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 vorletzten 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 die Bedarfs- und Strukturanalyse sowie Beratung und Projektmanagement.



Quelle: Unternehmen

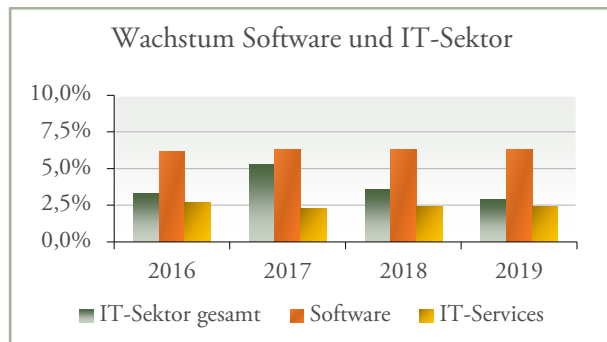
Unterschiedliche Lizenzarten

Besonders margenstark und deswegen prägend für die Ergebnisentwicklung sind aber die Lizenzerlöse. Dies gilt vor allem für die reinen Produktlizenzen, auf die im letzten Geschäftsjahr 9,6 Prozent der Konzernerlöse entfallen sind. Darin enthalten sind sowohl die Lizenzen für das Kernprodukt OmniPOS als auch für die übrigen Lösungen und sowohl Einmallizenzen als auch Subscription-Erlöse, die vor allem für die KI-Lösung AIR vereinnahmt werden. Weitere 8,6 Prozent der Erlöse erzielt GK Software zudem mit Lizenzen auf kundenindividuelle Softwareentwicklungen, die seit 2017 separat ausgewiesen werden, weil sie die Basis für anschließende Wartungserlöse verbreitern. Mit Wartungserlösen erwirtschaftet GK Software inzwischen mehr als ein Viertel der Umsätze, was die Stabilität der Einnahmen deutlich erhöht. Weitere Einnahmen 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.

Marktumfeld

Softwarebranche als Wachstumstreiber

Mit dem Fokus auf Software und dazugehörige 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 sogar um 6,3 Prozent (Quelle: BITKOM). Die Entwicklung der IT-Dienstleistungsunternehmen ist demgegenüber etwas moderater, im gesamtwirtschaftlichen Kontext aber immer noch überdurchschnittlich. Im Schnitt der letzten zehn Jahre betrug das Wachstum 2,3 Prozent p.a., in 2019 erhöhten sich die Umsätze um 2,4 Prozent auf 40,9 Mrd. Euro.

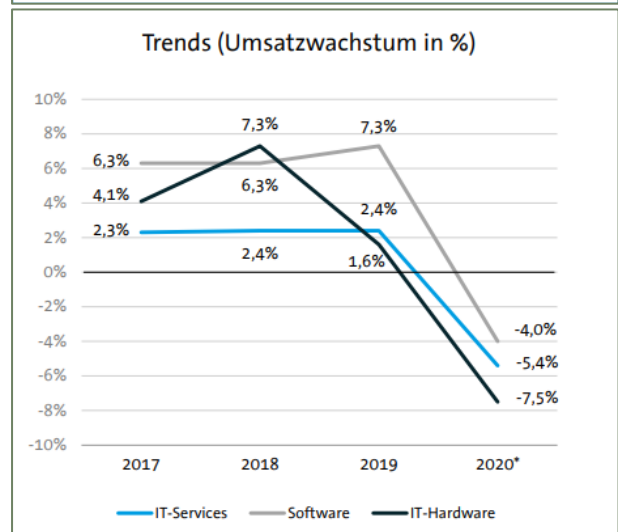
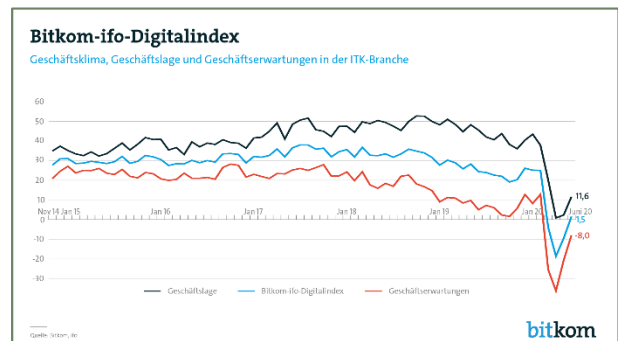


Quelle: BITKOM

Vollbremsung durch Corona

Für das laufende Jahr hatte der Branchenverband BITKOM im Januar noch mit einer Fortsetzung des Wachstums in unverändertem Tempo gerechnet, musste diese Prognose aber angesichts der Corona-Pandemie inzwischen revidieren. Wie stark und wie plötzlich der Einbruch kam, verdeutlicht der auf einer monatlichen Konjunkturumfrage basierende Bitkom-ifo-Digitalindex zur Messung des Geschäftsklimas, der von 24,6 Punkten im Februar auf -18,7 Punkte im April und damit auf den tiefsten Stand seit der erstmaligen Erhebung 2006 gefallen ist. Besonders negativ ist der Teilindex der Erwartungen für die nächsten

sechs Monate ausgefallen, der auf -36,3 Punkte abgesackt ist. Auch wenn sich das Geschäftsklima in den letzten zwei Monaten wieder spürbar erholt hat, sind die Bremsspurten doch noch so stark, dass BITKOM für das Gesamtjahr nun mit einem Umsatzrückgang der Softwarebranche um 4 Prozent und der IT-Dienstleister um 5,4 Prozent rechnet.

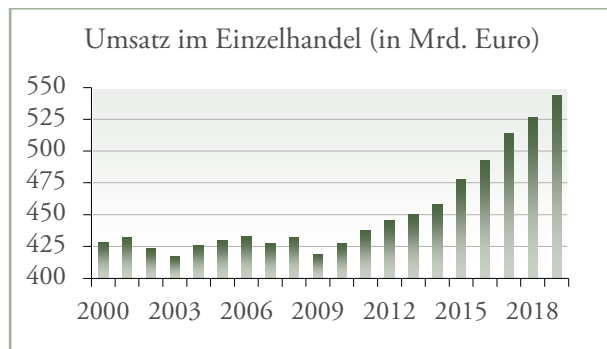


Quelle: BITKOM

Zielmarkt Einzelhandel

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 3,1 Mio. Beschäftigten

und 353 Tsd. Betrieben in Deutschland einen Jahresumsatz von fast 526,8 Mrd. Euro und trägt damit 15,6 Prozent zur deutschen Wirtschaftsleistung bei. Nachdem das erste Jahrzehnt dieses Jahrhunderts noch von einer in Summe stagnierenden Entwicklung geprägt gewesen war, hat der Handel in den letzten zehn Jahren ein kontinuierliches Wachstum verzeichnet, das vor allem in den letzten fünf Jahren an Dynamik gewonnen hat.



Quelle: HDE

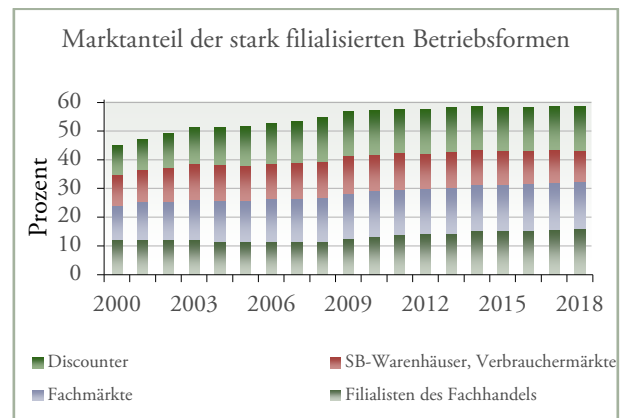
Corona bedroht viele Händler

Wie BITKOM, ging auch der HDE Anfang des Jahres von einer Fortsetzung des Wachstums in 2020 aus und prognostizierte eine Zunahme der Branchenumsätze um 2,5 Prozent auf 557 Mrd. Euro. Davon ist inzwischen keine Rede mehr. Allein der Lockdown im April brachte dem Nonfood-Einzelhandel einen Umsatzrückgang um 14,5 Prozent (gegenüber Vorjahr), im Bekleidungssegment waren es sogar über 70 Prozent. Da sich das Kaufverhalten auch nach der Öffnung der Geschäfte und der Lockerung der Kontaktbeschränkungen nur teilweise erholt hat, rechnet der HDE für das Gesamtjahr nun mit einem Umsatzrückgang infolge der Pandemie im Volumen von rund 40 Mrd. Euro. Dadurch sind nach Schätzungen des Branchenverbandes rund ein Drittel der Nonfood-Einzelhändler in ihrer Existenz bedroht.

Strukturverschiebung

Besonders stark bedroht die Krise kleinere Händler, was eine seit Jahren zu beobachtende Strukturverschiebung in Richtung von größeren Ketten weiter beschleunigen könnte. Denn schon in den letzten Jahren gab es zwischen verschiedenen Segmenten des

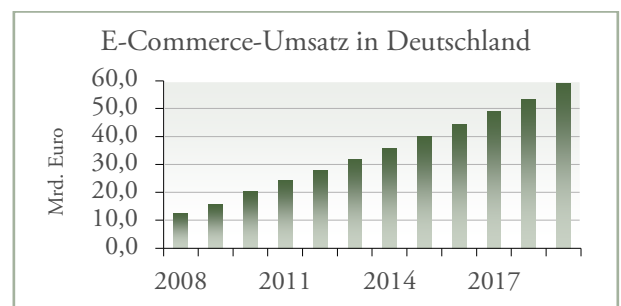
Einzelhandels deutliche Divergenzen bezüglich der Wachstumsraten. So haben gerade die von GK Software adressierten Filialketten ihren Marktanteil zulasten anderer Handelsformen ausgeweitet. Die Filialisten des Fachhandels zum Beispiel haben ihren Marktanteil zwischen dem Jahrtausendwechsel und dem Jahr 2018 von 12,2 auf 16,1 Prozent erhöht, die Discounter haben ihren Marktanteil seit 2000 sogar um über 50 Prozent auf 15,3 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

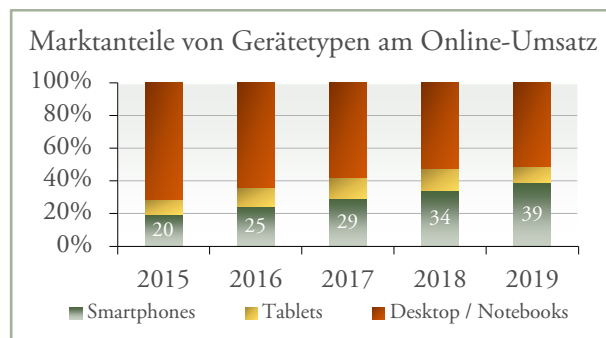
Eine noch gravierendere Strukturverschiebung betrifft die Verlagerung der Handelsumsätze zum Onlinehandel. Dieser wächst seit Jahren deutlich überproportional und ein Nachlassen der Dynamik ist nicht erkennbar. Nach Angaben des HDE haben sich die Online-Umsätze seit 2008 fast verfünffacht, auf zuletzt 59,2 Mrd. Euro.



Quelle: HDE

Mobile-Commerce wächst überdurchschnittlich

Damit entfallen inzwischen 10,9 Prozent des gesamten Einzelhandelsumsatzes auf E-Commerce. Doch auch innerhalb des E-Commerce gibt es eine zunehmende Gewichtsverschiebung zum Mobile-Commerce. Nach Angaben des Forschungsinstituts IFH und des HDE beläuft sich der Anteil der Käufe über Smartphones am gesamten E-Commerce-Umsatz inzwischen auf 39 Prozent, mit deutlich steigender Tendenz. Weitere 10 Prozent erfolgen über Tablets, während PC/Laptops noch bei 51 Prozent der Online-Käufe genutzt werden.



Quelle: HDE / IFH

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 und dass insbesondere Offline-Käufe vermehrt durch Online-Recherche vorbereitet werden. Damit spielt das Zusammenwachsen der Kanäle (stationär, online und mobil) eine immer wichtigere Rolle im Handel und die Mehrkanalfähigkeit wird zu einem zentralen Erfolgskriterium. Das Zusammenspiel der Kanäle betrifft inzwischen aber nicht nur die Aufteilung auf Information und Kauf, sondern auch auf Aspekte wie Zahlung, Lieferung etc. Auf solche Käufe, die unter dem Stichwort Cross-Channel subsumiert werden, entfallen zum Beispiel im Möbel- und Einrichtungshandel 16 Prozent der Transaktionen, im Elektrohandel sind es 11

Prozent. Dazu zählen zum Beispiel die Online-Prüfung der Artikelverfügbarkeit im Geschäft, die Online-Terminvereinbarung, die Online-Bestellung aus dem Geschäft heraus oder die Kombination aus dem Onlinekauf und der Abholung im Geschäft (Click & Collect), oder dem Online-Kauf und der Rückgabe im Geschäft. Bestätigt wird diese Einschätzung durch die Zahlen des HDE / IFH Online-Monitors, der in den letzten Jahren im E-Commerce ein überdurchschnittliches Wachstum für diejenigen Anbieter konstatiert, die ihre Heimat im stationären Handel haben. Diese haben ihren Online-Umsatz in 2019 um 12,3 Prozent ausgeweitet und lagen damit erneut über den Pure-Play-Internet-Händlern (11,4 Prozent). Noch stärker haben die Marktplätze wie Amazon Market Place, Zalando oder Ebay zugelegt, deren Umsatz um 19,6 Prozent gewachsen ist, doch dahinter verstecken sich eben auch zahlreiche stationäre Händler oder Hersteller, die hierüber ihre Online-Umsätze steigern. Der Siegeszug der Plattformen, die den Händlern vor allem eine große Reichweite bieten, ist auch am Anteil der Online-Händler abzulesen, die über einen eigenen Webshop verkaufen. Dieser ist zwischen 2010 und 2019 von 77 auf 63 Prozent zurückgegangen (Quelle: HDE / IFH: Onlinemonitor 2020).

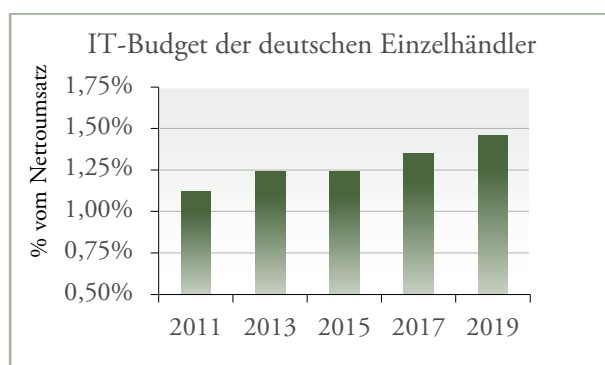
Wachsende Komplexität erhöht IT-Bedarf

Die Anpassung an diese Trends und Herausforderungen stellt 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 eine 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 vom gewählten Zugangsweg friktionslos dasselbe Einkaufserlebnis (Preise, Informationen, Treue-Programme etc.) geboten wird.

Hoher Investitionsbedarf

Angesichts dieser zahlreichen umwälzenden Entwicklungen, mit denen der Einzelhandel aktuell konfrontiert wird, ist das Thema IT für die Branche zu einer strategischen Frage geworden. Dementsprechend haben sich gemäß einer Studie des EHI Retail Institute die IT-Investitionen des Einzelhandels in den letzten Jahren deutlich erhöht. Machten die IT-Budgets noch Anfang der Dekade 1,12 Prozent der Nettoumsätze des Handels aus, ist der Anteil bis 2019 auf 1,46 Prozent gestiegen. Allerdings führt die steigende Bedeutung der IT dazu, 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.



Quelle: EHI Retail Institute

Künstliche Intelligenz auf dem Vormarsch

Mit den steigenden Investitionen wird die Digitalisierung des stationären Handels vorangetrieben, um zukünftig eine bessere Datenbasis über die Prozesse und Kunden erheben und vor allem nutzen zu können. Dementsprechend nennen 69 Prozent der vom EHI Retail Institute befragten Händler Künstliche Intelligenz als die wichtigste technologische Entwicklung der kommenden drei Jahre, gefolgt von Cloud (34 Prozent) und Omnichannel (29 Prozent). Neben entsprechender Software sowie Speicher- und Rechenkapazitäten erfordert die Digitalisierung des stationären Handels auch die Einbindung neuer Hardware-Lösungen wie intelligenter Regale, elektronischer Preisschilder oder vernetzter Einkaufswagen, die dank entsprechender Sensorik einerseits den Einkaufsprozess des Kunden begleiten und in Echtzeit unterstützen und andererseits innerbetriebliche Prozesse wie Warenfluss oder Preisanpassungen optimieren helfen können. Der oben genannten Umfrage zufolge nutzt bereits mehr als ein Drittel der deutschen Händler elektronische Preisschilder, ein weiteres Viertel plant den Einsatz.

Mehrere Platzhirsche

In dieser für den Einzelhandel wichtigen Phase können Anbieter punkten, die in der Lage sind, überzeugende Antworten auf die vielfältigen technologischen Herausforderungen zu geben. Dementsprechend umfasst das globale Wettbewerbsumfeld neben genuinen Einzelhandelsspezialisten wie GK Software auch mehrere große IT-Unternehmen wie Oracle, Microsoft (mit Microsoft Dynamics for Retail) oder Toshiba. Gemäß Forrester Research zählen gemessen an der Kombination aus aktueller Marktposition und der Attraktivität des bestehenden Angebots vor allem SAP (mit GK), Flooid aus Großbritannien (früher PCMS), Oracle und Aptos zu den Marktführern, knapp gefolgt von Microsoft und Diebold-Nixdorf als sogenannte Strong Performers. Allerdings konzentrieren sich die meisten Anbieter vor allem auf Nordamerika, das den mit Abstand größten regionalen Einzelmarkt darstellt. Wirklich global ist nur eine Handvoll von Unternehmen. Als gut vergleichbaren Konkurrenten

bezeichnet GK Software auf Nachfrage Flooid aus Coventry in England. Das Unternehmen ist nach eigenen Angaben seit fast 40 Jahren im Markt, verfügt über eine Installationsbasis von 190.000 Kassen bei

mehr als 140 Kunden in 57 Ländern und hat eine besondere Stärke laut Forrester Research vor allem in der Kombination aus Einzelhandel und Gastronomie.

Strategie

Technologieführerschaft

GK Software punktet im Wettbewerb vor allem mit der Qualität der Produkte, was dem Unternehmen auch von so namhaften Adressen wie Forrester bescheinigt wird. Um einzelhandelsrelevante Trends frühzeitig zu identifizieren, unterhält GK unter der Leitung des Gründers Stephan Kronmüller eine dedizierte Forschungsabteilung, in der u.a. neue Technologietrends beobachtet, im Hinblick auf die eigene Produktentwicklung bewertet und in entsprechende Impulse für Entwicklungsabteilungen umgesetzt werden. Im letzten Jahr wurden für die Forschung 1,2 Mio. Euro aufgewendet, die sich zusammen mit der Weiterentwicklung der bestehenden Produkte bzw. mit der Entwicklung neuer Produkte zu Aufwendungen für Forschung & Entwicklung von mehr als 18 Mio. Euro bzw. 16 Prozent des Konzernumsatzes summierten. So setzte GK Software schon sehr früh auf Aspekte wie Hardware-Unabhängigkeit, Modularität und einen flexiblen Zentralisierungsgrad. Auch Themen wie Omnichannel und Cloud wurden rechtzeitig erkannt und besetzt. Aktuell richtet sich der Fokus stark auf Fragestellungen rund um den Themenbereich Machine Learning und künstliche Intelligenz.

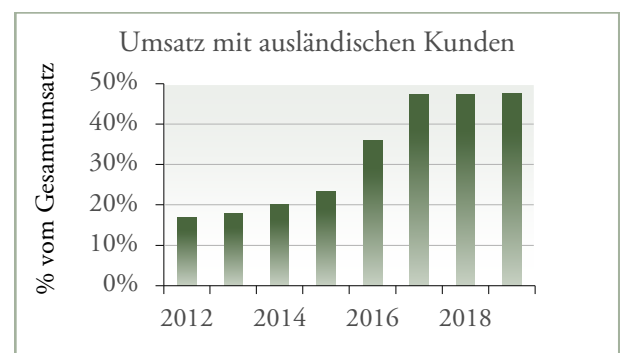
SAP-Partnerschaft wird gestärkt

Eine zentrale Säule der Strategie stellt seit 2011 die enge Partnerschaft mit SAP dar. Diese öffnet GK Software zahlreiche Türen, erfordert aber auch signifikante Anstrengungen. Dazu gehören unter anderem die vielfältigen Aufgaben im Zusammenhang mit der Qualifizierung der Produkte für den SAP-Vertrieb, die abgestimmte Produktentwicklung und die gemeinsamen Messeauftritte. Aber auch die Sicherstellung der weltweiten Liefer- und vor allem Projektfähigkeit stellt eine erhebliche Aufgabe dar, die für GK Software aus der Partnerschaft mit dem DAX-Konzern erwächst. Doch es überwiegen eindeutig die Vorteile, weswegen die Partnerschaft seit dem letzten Jahr mit dem Aufbau des gemeinsamen Center of Excellence for Retail

vertieft und zusätzlich institutionalisiert wird. Auch der im letzten Jahr überraschend vollzogene Verkauf des von SAP gehaltenen Aktienpakets an GK Software und die damit verbundene Rückgabe einer Option auf die Aktienmehrheit ändert nichts an dem hohen Stellenwert, den der deutsche Software-riesen der Partnerschaft beimisst.

Forcierte Internationalisierung

Besonders deutliche Erfolge zeigt die Zusammenarbeit mit SAP beim Thema Internationalisierung. Die breite geographische Verteilung der Installationsbasis war zunächst über viele Jahre vor allem auf die internationalen Aktivitäten der deutschen Kunden zurückzuführen, denen GK Software in weitere Länder und Regionen folgte und folgt. Dank der SAP-Kooperation gewinnt aber auch die genuine Internationalisierung erheblich an Schwung. Der Umsatz mit ausländischen Kunden hat sich in den letzten drei Jahren auf 55,1 Mio. Euro verdoppelt und macht inzwischen 48 Prozent der gesamten Erlöse aus. Da ein Großteil der Neukundenakquise in jüngster Zeit im Ausland erfolgt ist, dürfte sich der Internationalisierungstrend weiter fortsetzen.



Quelle: Unternehmen

Starker Fokus auf die USA

Inzwischen ist GK Software auf allen Kontinenten präsent. Doch ein besonderer Fokus gilt dem US-

Markt, dem mit Abstand größten Einzelhandelsmarkt der Welt. Dort konnte GK Software die eigene Position mit einer Akquisition im Jahr 2015 ausbauen und verzeichnet seit dem letzten Jahr deutliche Vertriebsfolge. Da das US-Geschäft nach Unternehmensangaben stark referenzengetrieben ist, dürfte die Gewinnung weiterer US-Kunden nun durch die bereits erreichte Kundenbasis erleichtert werden.

Abrundung des Produkt- und Funktionsspektrums

Aus demselben Grund hat GK Software seit dem zweiten Halbjahr 2018 die Entwicklung der gerade im US-Markt wichtigen Lösungen für Tankstellen und Gastronomie forciert. Aber auch darüber hinaus spielt die ständige Erweiterung und Ergänzung des Produkt- und Funktionsspektrums eine wichtige Rolle. Mit Lösungen wie der Konsumenten-App, AIR oder der neuen Fiskalisierungssoftware schafft GK Software nicht nur zusätzliches Umsatzpotenzial, sondern erhöht auch den Kundennutzen, was sich wiederum positiv auf die Vertriebschancen und die Kundenbindung auswirkt.

Erschließung neuer Kundensegmente

Um zukünftig auch das Segment der kleineren Händler systematisch zu adressieren, wurde unter der Marke Retail 7 eine schlanke, komplett cloud-basierte Kassenslösung entwickelt, mit der die Händler auf eine gesonderte Kassen-Hardware verzichten können. Eine weitere Lösung, die ab diesem Jahr für hohe Zusatzerlöse außerhalb des Kerngeschäfts sorgen soll, ist die in Kooperation mit der Bundesdruckerei entwickelte und im April bei ersten Kunden eingeführte Fiskalisierungssoftware, mit der Händler unabhängig vom eingesetzten Kassensystem flexibel, günstig und rechtssicher die neuen Anforderungen bezüglich der lückenlosen Dokumentation der Kasse erfüllen können.

Ausbau der Marktanteile

Mit der kombinierten thematischen und geographischen Expansion baut GK Software das adres-

sierbare Marktpotenzial in relativ kurzer Zeit kräftig aus. Damit will das Unternehmen die derzeitige dramatische Umbruchsituation des Einzelhandels nutzen, um die eigene Innovationsführerschaft in entsprechend hohe Marktanteilsgewinne umzumünzen, was die Marktposition für viele Jahre ausbauen und festigen würde. Aus diesem Grund hat das Unternehmen in den letzten Jahren sehr viel in die geographische Expansion und in die Produktentwicklung investiert und die eigene Organisation in kürzester Zeit von einem deutschen Mittelständler zu einem global agierenden Softwarekonzern erweitert. Sowohl die hohen Investitionen als auch die Ineffizienzen, die sich aus dem rasanten Wachstum fast zwangsläufig ergeben, haben die Ergebnisentwicklung der letzten Jahre kräftig belastet, was aber GK Software – größtenteils – willentlich für die Marktanteilsgewinne in Kauf genommen hat. Da die Händler ihre Kassensoftware erfahrungsgemäß nur in sehr großen Zeitintervallen wechseln, bedeuten aktuelle Vertriebsfolge nämlich ein großes Folgegeschäft aus Anpassungen, Erweiterungen und Wartung für teilweise mehr als zehn Jahre. In Summe übersteigt dieses Geschäft das Volumen der initialen Lizenzzahlung und des ersten Implementierungsprojekts in der Regel sehr deutlich.

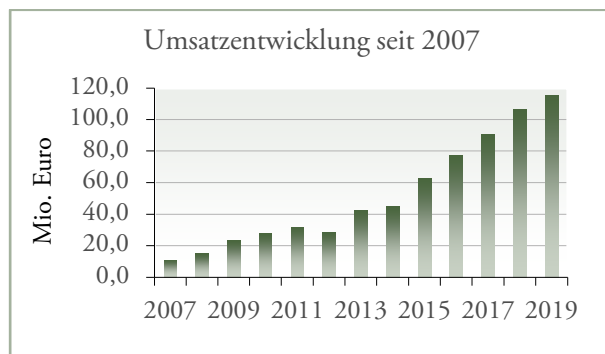
Stärkerer Fokus auf Profitabilität

Trotzdem hat GK Software im Jahresverlauf eine strategische Neujustierung vorgenommen und die zuvor sehr starke Wachstumsfokussierung etwas zugunsten einer wieder besseren Profitabilität abgemildert. GK Software will zwar weiterhin rasch wachsen, das Tempo aber stärker unter den Vorbehalt der Profitabilität stellen. Diese neue Balance zu finden, stellt eine zentrale strategische Herausforderung dar. Dementsprechend wurden unter anderem die Entwicklungsaktivitäten stärker auf eine rasche Monetarisierung ausgerichtet und das Tempo des Personalwachstums gedrosselt. Sowohl das letzte Geschäftsjahr als auch das erste Quartal 2020 zeigen, dass der Spagat gelingen könnte.

Zahlen

Mehr als 20 % Wachstum p.a.

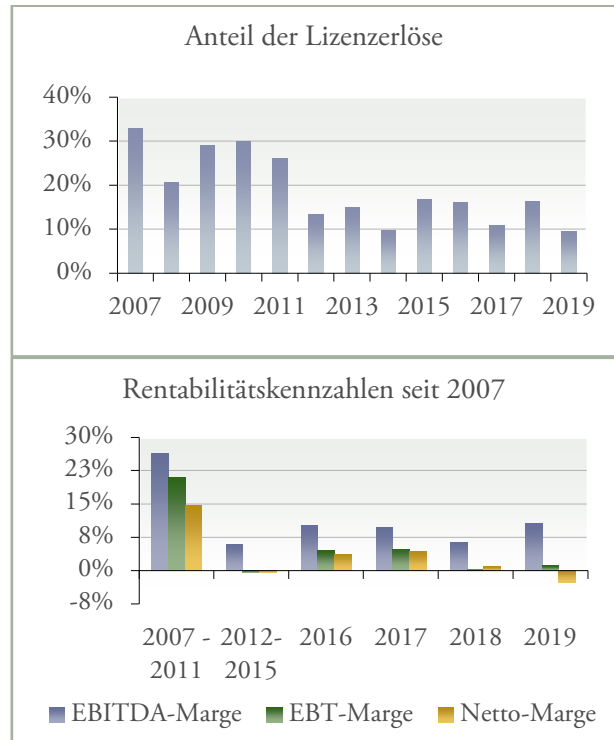
Seit 2008, dem Jahr des Börsengangs, hat GK Software eine bemerkenswerte Wachstumsgeschichte geschrieben und den Umsatz im Durchschnitt um mehr als 20 Prozent auf zuletzt 115,4 Mio. Euro gesteigert. Teilweise waren diese Zuwächse auf Akquisitionen zurückzuführen, doch größtenteils wurden sie organisch erzielt. Allein seit 2015 wurden die Erlöse um fast 85 Prozent gesteigert.



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 2014 und 2018 verdoppelt (im letzten Jahr war er wieder leicht rückläufig) sowie der Umsatzanteil mit ausländischen Kunden fast verdreifacht. Mit diesem Expansionskurs 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 auszahlt. Inzwischen sind aus der Partnerschaft mit SAP mehr als 70 Kundenprojekte hervorgegangen.



Quelle: Unternehmen, 2007 bis 2011 und 2012 bis 2015 als arithmetische Mittelwerte

Fehlende Gewinndynamik

Anders als der Umsatz, haben sich die Gewinne in den letzten Jahren uneinheitlich und in Summe unbefriedigend entwickelt. Während die EBITDA-Marge in den Jahren bis 2011 noch regelmäßig Werte oberhalb von 20 Prozent erreichte, sorgten in der Folgezeit zunächst eine ausgeprägte Investitionszurückhaltung der Händler und anschließend die hohen Expansionskosten für deutlich schlechtere Ergebnisse. In den Jahren 2014 und 2015 war GK Software sogar in die roten Zahlen gerutscht, und auch auf die leichte Margenerholung in 2016 und 2017 folgte in 2018 wieder ein schwaches Jahr mit rückläufigem Ergebnis. Ursächlich hierfür waren zuletzt vor allem die hohen Vorleistungen in die Expansion (Personalaufbau, weltweite Präsenz, Aufbau der Organisation auf anderen Konti-

zenten, Produktentwicklung) und die mit der schlagartig vergrößerten Organisation einhergehenden Effizienzverluste.

Effizienz- und Sparprogramm umgesetzt

Vor dem Hintergrund der unbefriedigenden Ergebnisentwicklung wurde Mitte 2019 unter dem Namen Pro FIT ein Effizienz- und Sparprogramm beschlossen und eingeleitet. Sein Schwerpunkt lag im Personalbereich, dessen Wachstum in den letzten Jahren maßgeblich die Ergebnisse belastet hatte. Im Rahmen dieser Maßnahmen wurde die Kostenbasis deutlich entlastet, was sich – ohne die Belastungen der COVID-Pandemie – im laufenden Jahr deutlich im Ergebnis gezeigt hätte.

Sondereffekte sorgen für Ergebnisprung in 2019

Doch auch 2019 hat sich die Ergebnissituation bereits spürbar verbessert, was aber größtenteils an einem großen Sondereffekt gelegen hat. Und zwar konnte GK Software 2019 Leistungen im Umfang von 6,7 Mio. Euro, die bereits in den Vorperioden erbracht und bezahlt worden waren, ertragswirksam verbuchen. Dadurch betrug das Wachstum der Konzern Erlöse, das sonst nur bei moderaten 2,4 Prozent gelegen hätte, knapp 9 Prozent (auf 115,4 Mio. Euro), während das EBITDA um 80 Prozent auf 12,3 Mio. Euro zugelegt hat. Dieses profitierte zusätzlich von der Erstanwendung von IFRS 16, in deren Folge das EBITDA um Miet- und Leasingaufwendungen in Höhe von 3 Mio. Euro entlastet wurde. Bereinigt um diese zwei Effekte war das EBITDA rückläufig. Zurückzuführen ist dies jedoch auf die schwache Ergebnisentwicklung im ersten Halbjahr, während im vierten Quartal auch bereinigt eine deutliche Ergebnisverbesserung erreicht wurde. Auch hat sich letztes Jahr das rückläufige Volumen der margenstarken Produktlizenzen ergebnisbelastend ausgewirkt, die mit 11,1 Mio. Euro um mehr als 36 Prozent unter dem Vorjahreswert gelegen haben. Allerdings war dieser auch durch außergewöhnlich große Lizenzabschlüsse weit über dem Durchschnittswert der letzten Jahre ausgefallen.

Geschäftszahlen	GJ 2018	GJ 2019	Änderung
Umsatz	106,15	115,45	+8,8%
Produktlizenzen	17,36	11,08	-36,2%
Lizenzen auf kundenindividuelle Entwicklung	6,22	9,95	+59,8%
Dienstleistungen	53,01	61,50	+16,0%
Wartung	28,21	30,95	+9,7%
EBITDA	6,83	12,26	+79,4%
EBITDA-Marge	6,4%	10,6%	
EBIT	1,60	3,43	+115,0%
EBIT-Marge	1,5%	3,0%	
Vorsteuerergebnis	0,17	1,23	+621,1%
Vorsteuerermarge	0,2%	1,1%	
Nettoergebnis	0,93	-3,14	-
Netto-Marge	0,9%	-2,7%	
Free-Cashflow	-20,47	-3,81	-

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

EBIT mehr als verdoppelt

Mit Ausnahme des IFRS16-Effekts, der auf der Ebene des EBIT durch die höheren Abschreibungen weitgehend verschwindet, gilt das oben Ausgeführte auch für das Ergebnis vor Steuern und Zinsen wie auch für das EBT: Während sich diese Ergebniskennzahlen operativ aufgrund der Vorbelastungen aus dem ersten Halbjahr verschlechtert haben, sorgten die hohen Erlöse aus den Vorperioden bei den berichteten Werten für deutliche Zuwächse. Das EBIT erhöhte sich um 115 Prozent auf 3,4 Mio. Euro und das EBT um 621 Prozent auf 1,2 Mio. Euro.

Steuerergebnis belastet

Trotz der Verbesserung des Konzern-EBT musste nach Steuern eine deutliche Ergebnisverschlechterung von +0,9 Mio. Euro im Vorjahr auf -3,1 Mio. Euro ausgewiesen werden, was vom Unternehmen mit der Reduktion der latenten Steuern auf Verlustvorträge begründet wird, die ihrerseits durch die nun dreijährige Verlustperiode im Einzelabschluss der SE bedingt wurde. Sollte sich die Ergebnissituation wieder wie geplant verbessern, könnten die Verlustvorträge aber wieder aktiviert werden.

Wachsende Dynamik im ersten Quartal

Nach dem in Summe durchwachsenen Geschäftsjahr 2019 ist GK Software mit hoher Dynamik in die laufende Periode gestartet und hat den Konzernumsatz rein operativ um 18,2 Prozent auf 29,0 Mio. Euro gesteigert. Einmal mehr war das Kerngeschäft GK/Retail, das separat betrachtet sogar um fast 31 Prozent zugelegt hat, der Wachstumstreiber, während sich im Segment IT-Services der im letzten Jahr beschlossene und eingeleitete schrittweise Rückzug in einem weiteren Umsatzrückgang um 37 Prozent auf nur noch 1,8 Mio. Euro bemerkbar machte. Auf diesem Niveau dürfte die Kontraktion aber nun zum Stillstand kommen, weil die verbliebenen Kundenbeziehungen nicht aktiv beendet werden sollen.

Kräftiger EBIT-Sprung in Q1

Auch ergebnisseitig wurde in dem kleineren Segment nach Unternehmensangaben nun ein stabiles Niveau erreicht, auf dem ein deutlich positives Segment-EBIT möglich sein soll. Dies dürfte einen Teil zu der kräftigen Ergebnisverbesserung beigetragen haben, die GK Software für die ersten drei Monate – rein operativ – erzielt hat. Sowohl das EBITDA als auch das EBIT drehten deutlich ins Plus: Während sich das EBITDA von -0,6 auf +3,3 Mio. Euro verbesserte, legte das EBIT um 3,9 Mio. Euro auf +1,1 Mio. Euro zu.

Geschäftszahlen	Q1 19	Q1 20	Änderung
Umsatz	24,56	29,02	+18,2%
EBITDA	-0,64	3,26	-
EBITDA-Marge	-2,6%	11,2%	
EBIT	-2,81	1,06	-
EBIT-Marge	-11,5%	3,7%	
Vorsteuerergebnis	-3,20	0,58	-
Vorsteuer marge	-13,0%	2,0%	
Nettoergebnis	-3,61	-0,55	-
Netto-Marge	-14,7%	-1,9%	
Free-Cashflow	1,63	11,56	+608,0%

Mio. Euro und Prozent, Quelle: Unternehmen

Quartalsergebnis noch im Minus

Bei einem in absoluten Zahlen nur unwesentlich von -0,4 auf -0,5 Mio. Euro verschlechterten Finanzergebnis hat sich auch das Vorsteuerergebnis deutlich, um 3,8 Mio. Euro, verbessert und drehte auf +0,6 Mio. Euro ins Plus. Nach Steuern blieb das Quartalsergebnis hingegen noch mit -0,5 Mio. Euro im roten Bereich, was der auf -1,1 Mio. Euro mehr als verdoppelten Belastung aus Ertragssteuern geschuldet ist. Den Steuereffekt erklärt das Unternehmen auf Nachfrage mit höheren latenten Steuern auf aktivierte Forderungen aus noch laufenden Projekten (Vertragsvermögenswerte) sowie mit hohen Gewinnen einiger Konzerngesellschaften im Ausland.

Kostenentlastungen wirken

Bemerkenswerterweise konnte GK Software die starke Verbesserung der operativen Ergebniskennzahlen trotz des rückläufigen Anteils der Lizenzerlöse erzielen, was das Ausmaß der erreichten Effizienzfortschritte im Dienstleistungsgeschäft zusätzlich unterstreicht. So war der Personalaufwand, die mit Abstand wichtigste Aufwandsart, trotz des Umsatzwachstums mit 19,4 Mio. Euro minimal niedriger als im Vorjahr. Der Personalstand lag Ende März sogar um 8 Prozent unter dem Niveau des ersten Quartals 2019. Stabil sind auch die Abschreibungen (+0,9 Prozent) und der sonstige betriebliche Aufwand (+0,5 Prozent) geblieben, während sich der Materialaufwand sehr deutlich erhöht hat (+61 Prozent auf 2,1 Mio. Euro). Das Unternehmen begründet dies mit einem höheren Rückgriff der US-Tochter auf externe Kapazitäten. In Summe überwogen aber die ergebnisentlastenden Effekte, die teilweise auch auf die Corona-Krise und die hierdurch unterbliebenen Reiseaktivitäten zurückzuführen sein dürften.

Free-Cashflow vervielfacht

Sehr stark hat sich im ersten Quartal der operative Cashflow entwickelt, der von der verbesserten Ergebnissituation sowie von einem kräftigen Forderungsabbau profitierte und sich im Vorjahresvergleich von 2,6 auf 11,9 Mio. Euro erhöhte. Da gleichzeitig die Investitionsausgaben von -1,0 auf -0,4 Mio. Euro zurückgingen, legte der Free-Cashflow von 1,6 auf 11,6 Mio.

Euro zu. Einen Teil dieser Mittel in Höhe von 3,4 Mio. Euro nutzte GK für die Tilgung von Krediten, was zusammen mit den Auszahlungen für Leasing-Verbindlichkeiten und Zinsen zu einem Cashflow aus Finanzierungstätigkeit von -4,1 Mio. Euro führte. Abzüglich der reduzierten Inanspruchnahme von Kontokorrentkrediten erhöhte sich die bilanzielle Liquidität im ersten Quartal von 8,1 auf 12,1 Mio. Euro.

Stabile Eigenkapitalquote

Durch die Kombination aus erhöhter Liquidität und Kredittilgung hat sich die Nettoverschuldung (inklusive der Leasingverbindlichkeiten) im ersten Quartal auf 9,7 Mio. Euro mehr als halbiert. Auch die Eigenkapitalquote weist weiterhin einen soliden Wert von 37 Prozent auf, der gegenüber dem Jahreswechsel unverändert geblieben ist. Absolut ist das Eigenkapital durch den Quartalsverlust zwar leicht (von 42,3 auf 42,0 Mio. Euro) gesunken, was aber durch einen prozentual gleich starken Rückgang der Bilanzsumme aufgewogen wurde.

Umsatzwachstum und deutliche Ergebnisverbesserung angestrebt

Vor dem Hintergrund des starken ersten Quartals, das nach Unternehmensangaben in einem starken April seine Fortsetzung gefunden hat, war GK Software bis zur Zuspitzung der COVID-19-Krise nach eigenen Angaben auf einem guten Weg, die bisherige Mittelfristprognose, deren Zielperiode das laufende Jahr ist, zu erreichen. Diese sieht vor, den Umsatz gegenüber

2017 in etwa auf das Anderthalbfache und somit auf über 135 Mio. Euro zu steigern und dabei eine EBIT-Marge im Kerngeschäft von etwa 15 Prozent zu erwirtschaften. Um diese noch zu erreichen, müssten sich die aktuell spürbaren erheblichen Verzögerungen im Neugeschäft noch bis zum Jahresende auflösen. Denn derzeit berichtet GK Software von Beeinträchtigungen des Vertriebsprozesses als der spürbarsten Folge der Pandemie, die vor allem aus den Reise- und Kontaktbeschränkungen resultiert. Auch ist die Unsicherung zumindest in Teilen des Einzelhandels erhöht, wobei gleichzeitig die Bedeutung der Omnichannel-Fähigkeiten und der Digitalisierung der Prozesse zunimmt und perspektivisch der Investitionsbereitschaft zuträglich sein dürfte. In der Abarbeitung der Aufträge hat GK Software hingegen bislang keine größeren Einbußen hinnehmen müssen. Dank des raschen und nahezu kompletten Umstiegs auf Homeoffice und Remote-Delivery konnten die Kundenprojekte weitestgehend fortgeführt und die Auslastung auf einem hohen Niveau aufrechterhalten werden. Kurzarbeit ist aktuell kein Thema bei GK Software. Vor diesem Hintergrund zeigt sich das Management zuversichtlich, selbst bei einem schwächeren Neugeschäft dieses Jahr mit einem höheren Umsatz und einem deutlich verbesserten EBIT abschließen zu können. Auch diese abgeschwächte Prognose stellt der Vorstand unter den Vorbehalt, dass sich die Krise nicht weiter bzw. wieder verschärft.

Equity-Story

Attraktiver Zielmarkt

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 und der wachsenden Rolle in den USA ist GK Software gut aufgestellt, um von diesem Trend zu profitieren.

Starke Marktstellung

Die starke Marktstellung wird GK auch von Marktforschern bescheinigt. Einer Untersuchung von RBR zufolge war das Unternehmen gemessen an der Zahl der Neuinstallationen von Kassensoftware in den zwölf Monaten bis Juni 2019 die weltweite Nummer Eins, in Westeuropa lag der Anteil bei 28 Prozent und in Mittel- und Osteuropa sogar bei 32 Prozent. Auch nach der Zahl der bestehenden Installationen spielt GK in der ersten Liga mit und wird von den Analysten der IHL Group auf Platz 4 geführt.

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 von Kunden angesprochen und bedient werden. Das Unternehmen ist bestrebt, aktuelle IT-Themen früh aufzugreifen und in einzelhandelsgeeignete Lösungen umzusetzen. Dementsprechend verfügt GK Software schon heute über Antworten auf Entwicklungen, mit denen sich der Handel erst zu beschäftigen beginnt.

KI für den Einzelhandel

Als nächsten Innovationsschritt hat sich GK Software mit einer Akquisition im Herbst 2017 umfangreiche Expertise und eine führende Lösung auf den Gebieten künstliche Intelligenz (KI) und Machine Learning gesichert und diese seitdem zunehmend in die eigene Lösungswelt integriert. Damit können Händler Themen wie die Individualisierung der Kundenansprache (Recommendations, Marketing Automation und vor allem Dynamic Pricing) kanalübergreifend abdecken, darüber hinaus verspricht aber auch die KI-gestützte Optimierung von Prozessen wie Sortiments- oder Personalplanung große Potenziale.

Starke SAP-Partnerschaft

Bei der Gewinnung von Neukunden erweist sich die enge Partnerschaft mit SAP immer mehr als ein entscheidender Trumpf. In den letzten Jahren erfolgte ein Großteil der Neukundenakquise über diesen Kanal, insgesamt sind aus der SAP-Partnerschaft inzwischen über 70 gemeinsame Projekte hervorgegangen. Darüber hinaus umfasst die Partnerschaft die Abstimmung der Entwicklungsaktivitäten sowie gemeinsame Messeauftritte. Um die Zusammenarbeit weiter zu vertiefen und zu institutionalisieren, wird seit dem letzten Herbst ein gemeinsames Center of Excellence für Retail aufgebaut, in dessen Rahmen insbesondere die weitere Produktentwicklung noch stärker verzahnt werden soll.

Exzellente Referenzen

Zu dem Kundenkreis von GK Software gehören unter anderem zehn Unternehmen, die zu den Top50 des globalen Einzelhandels zählen. Insgesamt verfügt das Unternehmen mit seinem Kernprodukt über eine Basis von 90 großen Einzelhändlern, die Installationsbasis der Software umfasst 319.000 Systeme in 63 Ländern. Unter den Kunden befinden sich so bekannte Namen wie ALDI Nord, Lidl, Migros oder Teile des Walmart-Konzerns.

Durchbruch in den USA geschafft

Nachdem die Kundenbasis jahrelang von deutschen und später europäischen Unternehmen geprägt gewesen war, konnten in den letzten Jahren zahlreiche Kunden in Übersee gewonnen werden. 2018 glückte endlich auch der Durchbruch in den USA, dem weltgrößten Einzelhandelsmarkt. Dort konnten inzwischen acht Kunden gewonnen werden, darunter zwei, die zu den größten 20 Playern im dortigen Lebensmitteleinzelhandel gehören. Auch im ersten Quartal 2020 konnten in den USA neue Kunden gewonnen werden.

Hohe Wachstumsdynamik

Getragen von der SAP-Partnerschaft und der zunehmenden Internationalisierung hat die Wachstumsdynamik seit 2014 deutlich angezogen. Der Umsatz hat sich zwischen 2014 und 2019 um 160 Prozent auf 115 Mio. Euro erhöht.

Gute Wachstumsperspektiven

Auch die weiteren Wachstumsperspektiven sind gut, vor allem im Ausland sieht GK noch große Potenziale für Marktanteilssteigerungen. Dies gilt vor allem für die USA, wo die bisherigen Vertriebsserfolge die Gewinnung weiterer Kunden tendenziell erleichtern sollten, als auch für Westeuropa, wo GK eine so dominante Marktstellung anstrebt wie sie in Deutschland bereits erreicht ist. Die Expansionspläne sind durch eine große Vertriebspipeline unterlegt, wobei die Entscheidungszeiträume durch die große strategische Bedeutung, welche die Wahl eines Softwaresystems für einen Einzelhändler hat, sehr lang sind.

Großes Potenzial bei Bestandskunden

Ein weiteres großes Potenzial bietet sich für GK Software im Geschäft mit Bestandskunden. Denn die aktuelle Kassensoftware OmniPOS stellt sowohl bezüglich ihrer Architektur als auch wegen der erweiterten Funktionalitäten nicht einfach 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. Seit dem Vertriebsstart haben sich bereits zwölf Kunden (davon drei in 2019 und einer in 2020) für den vorzeitigen Wechsel auf OmniPOS entschieden. Da aber derzeit noch mehr als 25 Kunden die „alte“ Software nutzen, ist das Umstiegspotenzial erheblich. Weil zudem ältere Bestandssysteme oft im hohen Grad individualisiert sind, können sich die mit dem Umstieg verbundenen Projekte über mehrere Jahre erstrecken und finanziell Volumina im hohen siebenstelligen Bereich erreichen.

Erweiterung der Produktpalette

Zusätzliche Potenziale erschließt sich GK Software mit der Erweiterung des Produkt- und Funktionsportfolios. Das betrifft sowohl weiteres Potenzial bei Bestandskunden mit zusätzlichen Lösungen wie AIR und der Konsumenten-APP, als auch die Erschließung neuer Marktsegmente mit den neuen Lösungen für Tankstellen, Gastronomie oder für die Fiskalisierung. Die neue, ausschließlich cloudbasierte Kassenslösung für kleinere Händler schafft ebenfalls neue Chancen in bisher noch nicht systematisch adressierten Marktsegmenten. Die meisten der Erweiterungen können dabei sowohl in Kombination mit dem Kernprodukt als auch stand-alone vertrieben werden, womit vergleichsweise niedrigschwellig neue Kunden akquiriert werden können.

Ergebnistrendwende geschafft

Nachdem die rasante Expansion in den letzten Jahren für eine in Summe enttäuschende Ergebnisentwicklung gesorgt hatte, ist seit Mitte 2019 eine deutliche Verbesserung zu beobachten. Im Gesamtjahr 2019 mussten zwar noch erhebliche positive Einmaleffekte für den deutlichen Ergebnissprung sorgen, doch die erfreuliche Ergebnisdynamik blieb auch rein operativ im ersten Quartal bestehen. Und das, obwohl die margenträchtigen Produktlizenzen rückläufig waren. Entscheidend dafür sind ein strikteres Kostenmanagement und vor allem eine verbesserte Projekteffizienz im US-Geschäft, das die Gewinne zuvor deutlich belastet hatte.

DCF-Bewertung

Grundszenario mit erhöhter Wahrscheinlichkeit

Nach der Entwicklung der letzten drei Quartale, in denen sich eine deutliche Verbesserung der Profitabilität abzeichnet, hat das von uns bisher unterstellte Szenario, in dem GK Software den dynamischen Wachstumskurs fortsetzt und die Profitabilität wieder schrittweise an das alte Niveau heranführt, an Wahrscheinlichkeit hinzu gewonnen. Insbesondere das erste Quartal, in dem GK trotz niedrigerer Produktlizenzverkäufe deutliche operative Margenverbesserungen erzielen konnte, stimmt uns diesbezüglich zuversichtlich. Gestützt wird diese Zuversicht auch durch die Management-Prognose, die für 2020 ungeachtet der Beeinträchtigungen durch die COVID-19-Pandemie eine deutliche Ergebnisverbesserung in Aussicht stellt.

Schätzungen weitgehend unverändert

Allerdings dürfte die Pandemie verhindern, dass GK in diesem Jahr die eigentlich angestrebten Zielwerte der bisherigen Mittelfristprognose (Umsatz von mehr

als 135 Mio. Euro und eine EBIT-Marge im Kerngeschäft von etwa 15 Prozent) erreicht. Hierfür müsste das Neugeschäft kräftig anziehen, was wir angesichts der weltweiten Reisebeschränkungen und der in Teilen des Einzelhandels schwierigen Wirtschaftslage derzeit für unwahrscheinlich halten. Dies haben wir aber bereits in unserem letzten Update berücksichtigt und unsere Schätzungen entsprechend angepasst, weswegen wir nun keine größeren Änderungen an unserem Modell vorgenommen haben.

Umsatzwachstum um 7,5 Prozent

Dementsprechend rechnen wir für 2020 weiterhin mit einem Umsatz von 124,1 Mio. Euro, was gegenüber dem Vorjahr einer Steigerung von 7,5 Prozent entspräche. Auch die Wachstumsraten für die Folgejahre haben wir unverändert gelassen, so dass wir für 2027 mit einem Zielumsatz von 210,7 Mio. Euro kalkulieren, was einem CAGR von rund 8 Prozent in den nächsten Jahren entspricht.

Mio. Euro	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	124,1	136,5	148,8	160,7	172,0	184,0	196,9	210,7
Umsatzwachstum		10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
EBIT-Marge	8,0%	9,7%	10,9%	11,8%	12,4%	12,7%	12,9%	13,1%
EBIT	9,9	13,3	16,2	19,0	21,3	23,3	25,4	27,7
Steuersatz	10,0%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,0	3,9	4,7	5,5	6,2	6,8	7,4	8,1
NOPAT	8,9	9,4	11,5	13,5	15,1	16,5	18,0	19,6
+ Abschreibungen & Amortisation	8,6	7,6	7,0	6,7	6,4	6,3	6,1	6,1
+ 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	17,5	17,0	18,5	20,2	21,5	22,8	24,2	25,7
- Zunahme Net Working Capital	-1,5	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7	-1,9	-2,1	-2,4
- Investitionen AV	-2,5	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
Free Cashflow	13,5	12,0	13,2	14,5	15,6	16,6	17,6	18,9

Deutliche Margenverbesserung in 2020

Auch die Aufwandsschätzungen haben wir unverändert gelassen. Aus den detaillierten Zahlen des ersten Quartals ergeben sich zwar Werte, die leicht unter unseren Schätzungen liegen, doch aus Vorsichtsüberlegungen haben wir dies in unseren Schätzungen nicht nachvollzogen und die Aufwandsquoten unverändert gelassen. Die einzige nennenswerte Änderung betrifft die für 2020 unterstellten Investitionen, die nach dem Eindruck des ersten Quartals in diesem Jahr Corona-bedingt unter unseren bisherigen Erwartungen ausfallen dürften. Wir haben die diesbezügliche Schätzung deswegen um 1,2 Mio. Euro reduziert, woraus sich für die Folgejahre minimale Änderungen bei den Abschreibungen und dem EBIT ergeben haben. Für 2020 rechnen wir aber wie bisher mit einer EBIT-Marge von 8,0 Prozent und einem EBIT von 9,9 Mio. Euro, auch die Ziel-EBIT-Marge für 2027 liegt unverändert bei 13,1 Prozent. Damit bleiben wir weiterhin aus Vorsicht unter dem Margenziel von rund 15 Prozent, das sich GK Software selbst gesteckt hat. Darüber hinaus arbeiten wir zur Ermittlung des Terminal Value unverändert mit einem 30-prozentigen Sicherheitsabschlag auf die Ziel-EBIT-Marge des Jahres 2027 und kalkulieren folglich mit einer EBIT-Marge von 9,2 Prozent. Die ewige Wachstumsrate liegt weiterhin bei 1 Prozent. Die aus unseren Annahmen resultierende modellhafte Geschäftsentwicklung der Jahre 2020 bis 2027 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 1,0 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 6,5 Prozent auf einen überdurchschnittlichen Wert (die vergangenheitsorientierte durchschnittlich für Deutschland angesetzte Marktrisikoprämie betrug in 2019 noch 5,7 Prozent, Quelle: Pablo Fernandez,

Mar Martinez and Isabel F. Acin: Market Risk Premium and Risk-free Rate used for 69 countries in 2019: a survey). In Kombination mit einem Beta von 1,2 und einem Zielfremdkapitalanteil von 35 Prozent resultiert hieraus ein unveränderter WACC-Satz von 6,7 Prozent.

Kursziel: 91,00 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 6,7 Prozent) ergibt sich aus diesen Annahmen ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 185,9 Mio. Euro bzw. 91,03 Euro je Aktie, woraus wir das minimal erhöhte Kursziel von 91,00 Euro (bisher: 90,00 Euro) ableiten. Gegenüber dem aktuellen Kurs sehen wir folglich ein hohes Aufwärtspotenzial von etwa einem Drittel.

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 die letzten Jahre verdeutlicht, dass das vergleichsweise hohe Gewicht von einzelnen Großprojekten durchaus zu heftigen Ausschlägen führen kann. Auch erschwert die Volatilität der ergebnisprägenden Produktlizenzen die Prognostizierbarkeit der Ertragsentwicklung. 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

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 67,01 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 7,8 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 139,88 Euro im optimistischsten Fall.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	WACC	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%
5,7%	139,88	125,70	114,54	105,52	98,07
6,2%	121,16	110,38	101,67	94,49	88,46
6,7%	106,38	97,97	91,03	85,21	80,26
7,2%	94,40	87,71	82,09	77,30	73,18
7,7%	84,50	79,07	74,46	70,48	67,01

Fazit

Nachdem die letzten Jahre zwar von hohem Umsatzwachstum, aber auch von einer in Summe enttäuschenden Ergebnisentwicklung geprägt waren, scheint ergebnisseitig im zweiten Halbjahr 2019 tatsächlich die Wende gelungen zu sein. Besonders deutlich wurde dies im ersten Quartal, in dem es GK Software gelungen ist, trotz niedrigerer Produktlizenzverkäufe und der aufziehenden Corona-Krise sehr deutliche Ergebnisverbesserungen zu erzielen. Auch für das Gesamtjahr strebt das Management ungeachtet der COVID-19-Pandemie eine deutliche EBIT-Steigerung an.

Mit diesen Fortschritten ist GK Software auf dem besten Weg, den einzigen Makel der beeindruckenden Entwicklung der letzten Jahre, eben die schwächelnde Profitabilität, zu beseitigen und endlich die Ertragspotenziale der exzellenten Marktposition zu realisieren. Dem Unternehmen ist es gelungen, im Windschatten des Partners SAP innerhalb weniger Jahre von einem Softwareanbieter für den deutschen Einzelhandel zu einem der führenden Globalplayer aufzusteigen, der

gemessen an der Zahl der Neuinstallationen sogar den weltweiten Markt anführt.

Auch die weiteren Perspektiven sind vielversprechend. Dank des in den letzten zwei Jahren erreichten Durchbruchs in den USA kann die Expansion auch in dem mit Abstand größten Einzelhandelsmarkt der Welt weiter an Schwung gewinnen, darüber hinaus erweitern zahlreiche Innovationen und Erweiterungen des Produktspektrums laufend das adressierbare Marktpotenzial.

Kann GK Software die positive Profitabilitätsentwicklung der letzten Quartale bestätigen und fortsetzen, sehen wir auch für die Aktie noch ein hohes Aufwärtspotenzial. Auf der Grundlage unsere Schätzszenarios, das von einer Fortsetzung des dynamischen Umsatzwachstums und einer schrittweisen Margenverbesserung ausgeht, trauen wir der Aktie ein Aufwärtspotenzial bis 91,00 Euro zu und bestätigen unser Urteil „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
AKTIVA									
I. AV Summe	60,6	56,1	53,9	52,5	51,5	50,8	50,4	50,1	50,0
1. Immat. VG	27,6	25,2	23,3	22,0	20,9	20,2	19,6	19,2	18,8
2. Sachanlagen	32,3	30,1	29,8	29,8	29,8	29,9	30,0	30,2	30,5
II. UV Summe	53,6	61,8	70,2	65,8	77,6	90,7	104,2	118,0	132,4
PASSIVA									
I. Eigenkapital	42,3	49,5	57,8	68,2	80,1	92,8	106,1	119,9	134,2
II. Rückstellungen	4,2	4,8	5,4	6,0	6,6	7,2	7,9	8,5	9,1
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	29,9	28,5	28,1	7,4	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
2. Kurzfristiges FK	37,8	35,1	32,9	36,7	35,5	34,6	33,7	32,9	32,3
BILANZSUMME	114,2	117,9	124,2	118,3	129,1	141,5	154,5	168,2	182,4

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzerlöse	115,4	124,1	136,5	148,8	160,7	172,0	184,0	196,9	210,7
Gesamtleistung	115,4	124,1	136,5	148,8	160,7	172,0	184,0	196,9	210,7
Rohertrag	109,2	117,3	129,0	140,6	151,9	162,5	173,9	186,0	199,1
EBITDA	12,3	18,5	20,8	23,2	25,7	27,7	29,6	31,6	33,8
EBIT	3,4	9,9	13,3	16,2	19,0	21,3	23,3	25,4	27,7
EBT	1,2	8,0	11,6	15,3	18,3	20,7	22,9	25,2	27,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	-3,1	7,2	8,2	10,9	13,0	14,7	16,2	17,8	19,6
JÜ	-3,1	7,2	8,2	10,9	13,0	14,7	16,2	17,8	19,6
EPS	-1,55	3,53	4,03	5,33	6,34	7,19	7,95	8,74	9,60

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
CF operativ	-0,2	14,3	14,7	16,6	18,2	19,4	20,6	21,9	23,3
CF aus Investition	-3,6	-2,5	-3,9	-4,1	-4,2	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5
CF Finanzierung	-0,1	-6,6	-5,1	-19,9	-5,5	-5,5	-6,5	-7,5	-8,7
Liquidität Jahresanfa.	6,1	2,3	7,5	13,1	5,8	14,3	23,9	33,7	43,7
Liquidität Jahresende	2,3	7,5	13,1	5,8	14,3	23,9	33,7	43,7	53,8

Kennzahlen

Prozent	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023	12 2024	12 2025	12 2026	12 2027
Umsatzwachstum	8,8%	7,5%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Rohtragsmarge	94,6%	94,5%	94,5%	94,5%	94,5%	94,5%	94,5%	94,5%	94,5%
EBITDA-Marge	10,6%	14,9%	15,3%	15,6%	16,0%	16,1%	16,1%	16,0%	16,0%
EBIT-Marge	3,0%	8,0%	9,7%	10,9%	11,8%	12,4%	12,7%	12,9%	13,1%
EBT-Marge	1,1%	6,5%	8,5%	10,3%	11,4%	12,0%	12,4%	12,8%	13,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,7%	5,8%	6,0%	7,3%	8,1%	8,5%	8,8%	9,1%	9,3%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

sc-consult GmbH
Alter Steinweg 46
48143 Münster
Internet: www.sc-consult.com

Telefon: +49 (0) 251-13476-94
Telefax: +49 (0) 251-13476-92
E-Mail: kontakt@sc-consult.com

Verantwortlicher Analyst

Dipl. Volkswirt Dr. Adam Jakubowski

Charts

Die Charts wurden mittels Tai-Pan (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 14.07.2020 um 9:35 Uhr fertiggestellt und am 14.07.2020 um 9:50 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. Außerdem ist eine Einstufung als "Hold" vorgesehen, wenn wir ein Kurspotenzial von mehr als 10 Prozent sehen, aber explizit genannte temporäre Faktoren gegen eine kurzfristige Realisierung des Kurspotenzials sprechen.
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
10.06.2020	Buy	90,00 Euro	1), 3)
04.12.2019	Buy	83,20 Euro	1), 3), 4)
09.09.2019	Buy	105,00 Euro	1), 3), 4)
09.08.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
07.06.2019	Buy	120,00 Euro	1), 3)
08.05.2019	Buy	121,50 Euro	1), 3)
28.02.2019	Buy	113,00 Euro	1), 3), 4)
04.12.2018	Buy	131,00 Euro	1), 3), 4)
12.09.2018	Buy	141,50 Euro	1), 3), 4)

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.