

Datum **14.11.2011**

**Kaufen** (alt: Kaufen)  
**PT: € 53,45** (alt: € 52,70)

### Änderungen

	2011E		2012E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	32,2	0%	37,3	-3,6%
EBIT	6,4	0%	7,5	-2,6%
EPS	2,60	0%	3,02	-3,5%
EPS*	2,60	0%	3,02	-3,5%
DPS	0,56	0%	0,65	-3,0%

\*bereinigt

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

ISIN DE0007571424

Bloomberg GKS:GR  
 Reuters GKSG  
 Preis (10.11.11): € 39,00  
 Marktkapitalisierung € 70,0 Mio.  
 EV € 55,4 Mio.  
 Ø-Volumen (100 Tage) € 40.485  
 52W Hoch € 54,00  
 52W Tief € 33,32  
 Streubesitz 42,6%

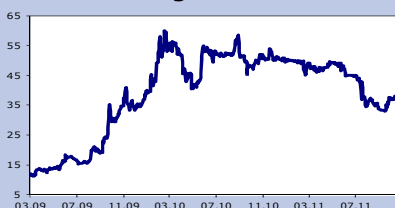
### Finanzkalender

24.11.2011 Q3-Bericht  
 24.04.2012 GB 2011

### Aktionärsstruktur

GK Software Holding 52,33%  
 R. Gläß 2,95%  
 S. Kronmüller 2,23%

### Kursentwicklung



Quelle: OnVista

### Michael Vara

+49 (0)69 - 66 36 80 71  
[vara@vararesearch.de](mailto:vara@vararesearch.de)

### Daniel Grossjohann

+49 (0)69 - 61 99 33 31  
[grossjohann@vararesearch.de](mailto:grossjohann@vararesearch.de)

## GK SOFTWARE AG

### Handelssoftwarespezialist GK zum Schnäppchenpreis – Story intakt, SAP als Wachstumsbeschleuniger

Trotz der weiter intakten Wachstumsgeschichte hat der Aktienkurs der GK SOFTWARE AG während der Börsenturbulenzen der letzten Wochen deutlich an Wert eingebüßt. Auf dem aktuellen Niveau scheint eine Bodenbildung eingesetzt zu haben. Mit einem KGV von 15 ist die Aktie in unseren Augen fundamental sehr günstig bewertet. Das Unternehmen hat bereits in der Vergangenheit deutlich zweistellige Wachstumsraten erzielt. Vor dem Hintergrund des im Mai gestarteten Direktvertriebs durch die SAP gehen wir davon aus, dass zweistellige Umsatzzuwächse auch in den kommenden Jahren erreichbar sind (CAGRe 2010-2014: 18,7%). Das Umfeld für GK bleibt trotz der sich abzeichnenden konjunkturellen Abschwächung günstig. Die Umsätze der Endkunden (Einzelhandel) sind vergleichsweise stabil und ein Fünftel der installierten Kassensysteme gilt als überaltert. Die Internationalisierung der GK ist noch in den Anfängen, bietet aber nicht zuletzt durch die SAP-Kooperation großes Potenzial.

### Investment Highlights

- Durch den Partner SAP hat GK SOFTWARE einen starken indirekten Vertriebsarm hinzugewonnen – insbesondere für das internationale Geschäft. Die Reputation der SAP erleichtert zudem den direkten Vertrieb. GK und SAP können durch die Partnerschaft nun noch besser dem Kundenwunsch nach einer IT aus einem Guss entsprechen. Den Direktvertrieb wird GK aber auch langfristig nicht vollständig ersetzen, weil Kundennähe ein wichtiger Erfolgsfaktor der GK SOFTWARE ist und sich das Unternehmen nicht in eine zu starke Abhängigkeit begeben will.
- Die IT-Budgets des Handels liegen im Bereich von 1,1% bis 1,3% der (vergleichsweise stabilen) Handelsumsätze. Gegenwärtig gelten etwa 20% der Filial-IT mit über 10 Jahren im Einsatz als überaltert. Typischerweise betragen die Ersatzzyklen 5 bis 7 Jahre. GK SOFTWARE trifft hier auf ein günstiges Umfeld.
- Geringe Konjunkturanfälligkeit. Die Krise 2008/2009 hat gezeigt, dass GK SOFTWARE auf Grund des Fokus auf den Einzelhandel und den dort teilweise vorhandenen Investitionsstau auch in konjunkturell schwierigen Zeiten deutlich wachsen kann. Sollte die Konjunktur wie vielfach befürchtet 2012 abkühlen, so dürften die negativen Auswirkungen auf das Wachstum der GK SOFTWARE sehr begrenzt sein.
- Ausblick: Das Unternehmen erwartet den 2011er Umsatz im Bereich von € 30,0 Mio. bis € 31,5 Mio. Die EBIT-Marge sieht das Unternehmen im Bereich von 18% bis 20%. Für 2012 werden ebenfalls zweistellige Zuwächse im GK/Retail-Geschäft erwartet.

### Kennzahlen

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2009	23,3	4,5	2,70	8,51	1,48	5,85	25,2%	33,2%
2010	27,7	4,5	2,50	20,02	2,96	12,75	23,2%	22,6%
2011e	32,2	4,6	2,60	15,01	1,72	8,61	20,0%	17,7%
2012e	37,3	5,4	3,02	11,15	1,23	6,14	20,0%	17,8%
2013e	45,7	6,9	3,86	8,71	1,00	4,79	21,0%	19,6%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## Unternehmensprofil

Die GK SOFTWARE AG ist ein auf die Bedürfnisse des Handels ausgerichteter Anbieter von hochwertiger, modularer Standardsoftware. Ursprünglich aus dem Bereich der Kassensystemlösungen kommend, gewinnen Infrastrukturlösungen für das Unternehmen zunehmend an Bedeutung. Mit den Mitteln aus dem Börsengang hat das Unternehmen konsequent das Wachstum und die Internationalisierung vorangetrieben. Bezogen auf den Vertrieb hat GK durch die Ende 2009 eingegangene Partnerschaft mit SAP deutlich an Stärke gewonnen.

## Unternehmensinformationen

Gründungsjahr	<b>1990</b>
IPO	<b>2008</b>
Zulassungssegment	<b>Prime Standard</b>
Indexzugehörigkeit	<b>keine</b>
Geschäftsjahr	<b>1.1.- 31.12</b>
Berichterstattung	<b>vierteljährlich</b>
Aktienrückkäufe	<b>nein</b>
Aktionärsstruktur	<b>GK Software Holding GmbH 52,33%; R. Gläß 2,95%; Deutsche S. Kronmüller 2,23%; Streubesitz 42,49%</b>
IR Kontakt	<b>Dr. René Schiller</b>
Vorstand	<b>Rainer Gläß, André Hergert, Ronald Schulz, Stephan Kronmüller</b>
Vertragslaufzeit CEO	<b>bis 2016</b>
Aufsichtsrat	<b>Uwe Ludwig, Thomas Bleier, Herbert Zinn</b>

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatzerlöse	15,0	23,3	27,7	32,2	37,3
Bruttoergebnis	14,5	23,7	28,2	33,8	39,2
EBITDA	3,5	6,2	8,0	8,2	9,6
EBIT	2,8	4,9	6,4	6,4	7,5
Vorsteuerergebnis	2,9	5,0	6,3	6,6	7,6
Jahresüberschuss	2,0	3,5	4,5	4,7	5,4
Bereinigter JÜ	2,0	4,5	4,5	4,7	5,4
EPS (in €)	1,22	2,11	2,50	2,60	3,02
EPS bereinigt (in €)	1,22	2,70	2,50	2,60	3,02
DPS	0,00	1,00	0,50	0,56	0,65

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Bilanz

	2008	2009	2010	2011e	2012e
Imm. Vermögenswerte	1,6	9,3	9,1	8,7	8,1
Forderungen und Vorräte	3,8	5,8	14,1	9,7	11,3
Kasse und WP	8,9	10,6	13,4	20,4	22,4
Summe Aktiva	19,6	32,4	44,8	48,4	52,9
Eigenkapital	11,8	15,3	24,3	28,1	32,5
Rückstellungen	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0
Zinstragende VB	1,3	6,7	6,0	6,0	6,0
Nichtzinstragende VB	4,0	7,5	10,6	10,6	10,6
Summe Passiva	19,6	32,4	44,8	48,4	52,9

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Kennzahlen

(in %)	2008	2009	2010	2011e	2012e
EV/Umsatz	1,4	1,5	3,0	1,7	1,5
EV/EBITDA	5,9	4,8	10,3	6,7	5,8
EV/EBIT	7,5	5,9	12,8	8,6	7,4
P/E bereinigt	13,9	8,5	20,0	15,0	12,9
PCPS	9,4	8,0	15,1	10,8	9,3
Preis/Buchwert	2,4	2,5	3,7	2,5	2,2
Dividendenrendite (in %)	0,0	4,3	1,0	1,4	1,7
EBITDA-Marge (in %)	23,2	30,7	28,8	25,6	25,6
EBIT-Marge (in %)	18,5	25,2	23,2	20,0	20,0
Vorsteuerermarge	19,1	25,8	22,8	20,4	20,4
Nettomarge (in %)	13,5	19,3	16,1	14,4	14,5
ROE (in %)	29,3	33,2	22,6	17,7	17,8
Umsatz/Mitarb. (in tsd. €)	79,7	80,0	75,7	75,5	75,0
Nettoerg./Mitarb. (in tsd. €)	10,8	15,5	12,2	10,9	10,9
Eigenkapitalquote (in %)	60,0	47,3	54,3	58,0	61,4

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## ■ Bewertung

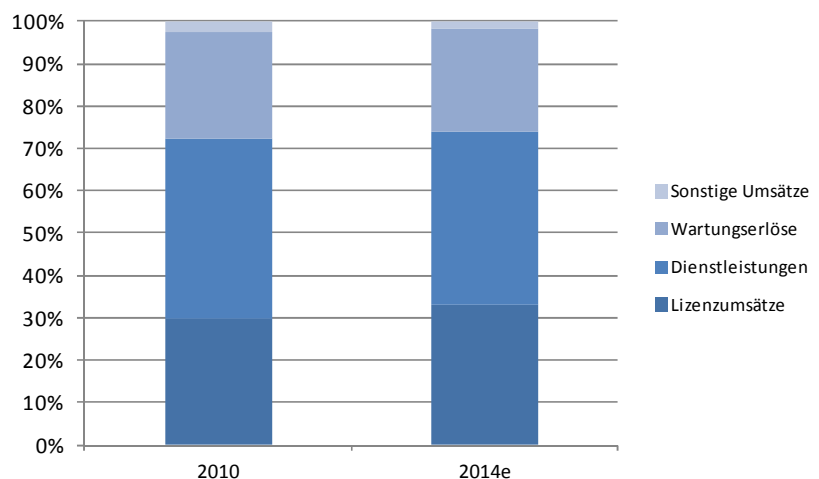
### Finanzen

Im Geschäftsjahr 2010 hat GK SOFTWARE den Umsatz auf € 27,7 Mio. (+19%) gesteigert. Einen wesentlichen Anteil hieran trug der Kunde Edeka mit dem LUNAR-Projekt, einem der weltweit größten Einzelhands-IT-Projekte und die erste Zusammenarbeit mit Vertriebspartner SAP.

Nach zahlreichen Neueinstellungen in der ersten Jahreshälfte 2011 dürfte sich das Wachstum im zweiten Halbjahr leicht beschleunigen. Im ersten Halbjahr 2011 lag das Umsatzwachstum bei +15,8%. Das über die Partnerschaft mit SAP akquirierte Fressnapf-Projekt wird in 2011 noch keine größeren Umsatzbeiträge liefern, nennenswerte Effekte aus der Kooperation mit SAP erwarten wir ab 2012. Das Wachstum in 2012e sehen wir bei 16,0% (2011e: 16,3%).

Mit zunehmendem Produktlebensalter der Standardlösung GK/Retail gehen auf Grund des dynamisch wachsenden Lizenzneugeschäftes steigende Wartungserlösanteile einher. Das Lizenz- und Wartungsgeschäft lieferte in 2010 nicht nur höhere Zuwachsraten (von jeweils über 20%) als das Dienstleistungsgeschäft Customizing und Change Requests (+17,7%), sondern auch höhere Margen. Basierend auf der SAP Partnerschaft dürfte sich der Umsatzmix hin zu Lizenzumsätzen verschieben, obwohl auch Vertriebsprovisionen an SAP abgetreten werden müssen. Das Customizing dürfte zu einem höheren Anteil als heute von Partnern übernommen werden. All dies führt zu einer steigenden operativen Marge, auch wenn dies beim Gesamtergebnis in den kommenden Jahren teilweise durch Wachstumsinvestitionen überdeckt sein dürfte.

Grafik 01: Vergleich des Umsatzmixes 2010 und 2014e



Quelle: GK SOFTWARE AG/Vara Research GmbH

Auf Grund der SAP-Kooperation wird der Lizenzanteil stärker zulegen als das Dienstleistungsgeschäft – wir haben jedoch auch berücksichtigt, dass bei Projekten mit SAP-Kunden eine Vertriebsprovision an SAP gezahlt werden muss, was den gebuchten

**2010er  
Umsatzwachstum bei  
19%...**

**...auch für 2011 und  
2012 deutlich  
zweistelliges Wachstum  
erwartet**

**Umsatzmix verbessert  
sich weiter – positive  
Margeneffekte**

**2014e: Lizenzanteil eher  
konservativ angesetzt**

**Personalaufwand ist der maßgebliche Kostenblock**

**Flexibilität durch bezogene Leistungen (Materialkosten)**

**Anteil sonstiger betrieblicher Aufwendungen mit leicht steigender Tendenz erwartet**

**Entwicklungsaufwendungen entsprechen etwa 5% des Umsatzes – Pilsen ein Standortvorteil**

**Margenniveau mindestens bei 18%, mittelfristig steigende Tendenz**

Lizenzumsatz pro Projekt anteilig reduziert. Diese Provision, die sich auf etwa ein Drittel des Lizenzvolumens belaufen dürfte, bremst die Zunahme beim ausgewiesenen Lizenzumsatz. Wir erwarten einen Lizenzumsatzanteil von 33% in 2014 (2010: 29,9%). Diese Annahme betrachten wir als eher konservativ. Die Wartungserlöse profitieren in den kommenden Jahren deutlich von der wachsenden Basis der Installationen und sollten ihren Umsatzanteil behaupten können. Beim Support dürfte GK zunehmend von Skaleneffekten profitieren.

In Vorbereitung auf die angelaufene SAP-Kooperation hat GK SOFTWARE die eigenen Kapazitäten ausgeweitet und das eigene Personal in 2011 merklich ausgebaut. Die Personalkostenquote hat sich von 53,6% (Gj. 2010) auf 61,7% (H1 2011) erhöht, für 2011 haben wir mit einer Quote von 59% gerechnet. Wir gehen davon aus, dass die Personalaufwandsquote ab 2013 auf Grund steigender Umsätze wieder leicht sinken wird. Die Mitarbeiterzahl zum 30.06.2011 lag bei 403 (30.06.2010: 314 Mitarbeiter).

Materialkosten spielen bei GK dagegen nur eine untergeordnete Rolle in der GuV der GK SOFTWARE. Hierbei handelt es sich um bezogene Leistungen (Einsatz freier Mitarbeiter) und durchgeleitete Hardwareumsätze. 2010 verantworteten die Aufwendungen für bezogene Leistungen etwa zwei Drittel der Materialkosten. Gerade in Zeiten hoher Auslastung verschafft der Einsatz von freien Mitarbeitern der GK zusätzliche Flexibilität.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beliefen sich 2010 auf 19,3% des Umsatzes (2009: 23,5%). Hierin enthalten sind Rechts- und Beratungskosten, Verwaltungs- und Vertriebskosten, aber auch Messeauftritte und Reisekosten. Letztere könnten durch die zunehmende Internationalisierung der Projekte zulegen. Wir rechnen daher für die kommenden Jahre mit einer Quote von knapp über 20%.

Die reinen Entwicklungsaufwendungen beliefen sich in 2010 auf rund € 0,8 Mio. (Vorjahr € 1,07 Mio.). Etwa 75% des Entwicklungsaufwandes werden aktiviert, der Rest sofort als Aufwand erfasst. Gemessen am Umsatz lagen die Entwicklungsaufwendungen in 2010 bei 2,9%, in 2009 bei 5,5%. Viel Entwicklungsarbeit, die der Standardlösung zu Gute kommt, wird aber auch in Form von Change Requests im Auftrag von einzelnen Kunden entwickelt und vergütet, so dass das Entwicklungsbudget eigentlich unterzeichnet ist. Schwankungen im Budget ergeben sich durch größere Projekte, wie etwa die Vorbereitung eines neuen Releases. Positiv auf die Aufwandsquote für F&E wirkt sich aus, dass GK SOFTWARE am Standort Pilsen (Tschechien) hochqualifizierte Mitarbeiter zu einem deutlich niedrigeren Lohnniveau als in Deutschland beschäftigt. Die deutlich größeren Wettbewerber Wincor und Micros wiesen in den letzten Geschäftsjahren F&E-Quoten von rund 4,5% aus. Allerdings sind bei GK SOFTWARE über 30% der Mitarbeiter in der Forschung beschäftigt. Bei Wincor Nixdorf sind etwa 10% und bei Micros 12,7% der Belegschaft im F&E-Bereich beschäftigt.

Mittel- bis langfristig profitiert die operative Marge der GK vom indirekten Vertrieb und dem wachsenden Lizenzgeschäftanteil, der mit höheren Margen einhergeht. In 2011 soll die EBIT-Marge in einer Spanne zwischen 18% und 20% liegen, in 2010 wurde sogar ein Wert von 23,2% erreicht. Angesichts von Skaleneffekten sollte die anvisierte EBIT-Spanne gut erreichbar sein. Das Neulizenzgeschäft ist durch seinen Projektcharakter schwierig zu prognostizieren. Möglicher Belastungsfaktor in 2011 könnte die Konjunktur werden, denn obwohl gerade der Einzelhandel als sehr robust gilt, hat zuletzt auch die Wachstumsdynamik in den

**Anlegerfreundliche  
Ausschüttungspolitik**

Handelsumsätzen nachgelassen. Gerade das Schlussquartal ist bei GK typischerweise das stärkste des Jahres.

Für das Geschäftsjahr 2009 hatte GK SOFTWARE erstmals nach dem IPO eine Dividendenausschüttung vorgenommen. Die Dividenden in Höhe von € 1,00 pro Aktie setzte sich zusammen aus der regulären Dividende (i.H.v. € 0,50) und einer ebenso hohen Sonderausschüttung zum 20-jährigen Firmenjubiläum. Für das Geschäftsjahr 2010 wurde die reguläre Dividende bei € 0,50 je Aktie belassen. Das Geschäftsmodell liefert einen hohen operativen Cash-Flow, so dass wir auch in den Folgejahren von einer Fortführung der anlegerfreundlichen Ausschüttungspolitik ausgehen.

**Trotz hoher  
Eigenkapitalquote  
Eigenkapitalrendite von  
17,7%**

**Hoher Kassenbestand  
hält strategische  
Optionen offen**

**Werthaltige  
Forderungen..**

**...überschaubare  
Bankverbindlichkeiten**

**FCF: Fairer Wert für GK  
bei:  
€ 60,60**

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

## Bilanz

Mit 17,7% (2011e) erwirtschaftet GK SOFTWARE eine hohe Eigenkapitalrendite, obwohl das Unternehmen eine (branchentypisch) hohe Eigenkapitalquote aufweist (über 60% zum 30.06.2011).

GK SOFTWARE verfügt über eine starke Bilanz und eine gut gefüllte Kriegskasse. Bei einer Bilanzsumme von € 41,5 Mio. betrug der Kassenbestand zum 30.6.2011 € 17 Mio. (41% der Bilanzsumme). Die Nettoliquidität belief sich auf € 11,4 Mio. Auch angesichts der hohen Eigenkapitalquote stünden dem Unternehmen strategische Optionen wie Zukäufe offen. Alternativ könnte das Unternehmen die Dividendenausschüttungen erhöhen und damit Kapitalkosten senken und die Eigenkapitalrendite erhöhen.

Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen sowie die Forderungen aus Leistungsfortschritt verantworten zusammen rund € 7,1 Mio. (17% der Bilanzsumme). In der Vergangenheit wurde GK SOFTWARE sehr selten mit Forderungsausfällen konfrontiert. Die Kunden sind in der Regel große Handelsketten, die Gefahr künftiger Forderungsausfälle stufen wir als gering ein. Bei den immateriellen Vermögensgegenstände (€ 9,3 Mio.), die sich aus aktivierten Entwicklungskosten (€ 2,1 Mio.), Geschäftswerten (€ 6,4) sowie Wertansätzen der Kundenbeziehungen und den gewerblichen Schutzrechten (€ 0,4 Mio.) zusammensetzen, sehen wir keinen außerplanmäßigen Abschreibungsbedarf.

Angesichts des hohen Kassenbestandes stellen die Bankverbindlichkeiten kein Problem dar. Zum 30.06.2011 waren € 0,74 Mio. kurzfristige und € 4,87 Mio. langfristige Bankverbindlichkeiten vorhanden, die das Unternehmen problemlos aus dem Kassenbestand begleichen könnte.

## Free-Cash-Flow-Bewertung

Den fairen Wert für GK SOFTWARE haben wir aus einem Free-Cash-Flow-Modell und einer Peer-Group-Bewertung hergeleitet. Zu Informationszwecken haben wir zudem die Margensituation der Vergleichsunternehmen dargestellt, um GK SOFTWARE besser einordnen zu können. Gemäß der Free-Cash-Flow-Methode erhalten wir ein Kursziel von € 60,60.

Für die Free-Cash-Flow-Bewertung haben wir ein Beta von 1,5 angenommen. Bei der Beta-Schätzung handelt es sich um eine ex-ante Betrachtung. Begründung für das Beta ist die geringe Liquidität der Aktie. Ferner haben wir bei der Bewertung nach der Free-Cash-Flow-Methode eine Risikoprämie und einen Fremdkapitalzins von jeweils 5% angesetzt, den für GK SOFTWARE relevanten Spread schätzen wir angesichts der soliden Finanzlage auf 1%. Wir haben eine Zielkapitalstruktur von 60% (Eigenkapital) zu 40% (Fremdkapital) unterstellt, die in etwa der aktuellen Kapitalstruktur und den Eigenkapitalquoten der meisten Peer-Unternehmen entspricht. Mit diesen Werten erhalten wir ein WACC von 9,8%.

Für die Bestimmung der Free Cash Flows haben wir zwei Phasen definiert. In der ersten Phase von 2011 bis 2015 gehen wir von jährlichen Wachstumsraten zwischen 16% und 22,3% (2013) aus. Von 2016 bis 2021 haben wir mit jährlichen Wachstumsraten von 10% bis 12% gerechnet. Die ewige Wachstumsrate ab 2021 haben

wir mit 1% festgelegt. Die kurzfristig erwarteten Wachstumsraten (GK-Umsatz CAGR 2010-2012e: 16,1%) liegen deutlich über dem jährlich zu erwartenden Branchenwachstum (Vergleichsunternehmen CAGR (2010-2012e): 9%) und sind u.a. in der besonderen Produktpositionierung und der Kooperation mit SAP, begründet. Für die EBIT-Marge gehen wir für den Zeitraum von 2011 auf 2013 von einem leichten Anstieg auf 21% aus. Diese Annahme ist konservativ, da bedingt durch Skaleneffekte die Margen tendenziell eher stärker zulegen sollten und bereits in der Vergangenheit Margen über 20% erreicht wurden. Dennoch sind wir nach 2014 und 2017 mit der Marge sogar leicht heruntergegangen, um potenziellen Gefahren wie Markteintritten von Wettbewerbern Rechnung zu tragen. Die ewige EBIT-Marge haben wir daher auf 18,5% festgelegt.

Tabelle 01: Free-Cash-Flow-Bewertung

(in € Mio.)	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	32,2	37,3	45,7	55,0	63,8	71,5	80,0	88,0	96,8	106,5	117,2
EBITDA	8,2	9,6	11,8	14,2	16,5	18,4	20,6	21,6	23,7	26,1	28,7
EBITDA-Marge (in %)	25,6	25,6	26,6	26,6	25,8	25,8	25,8	24,5	24,5	24,5	24,5
EBIT	6,4	7,5	9,6	11,5	12,8	14,3	16,0	16,3	17,9	19,7	21,7
EBIT-Marge (in %)	20,0	20,0	21,0	21,0	20,0	20,0	20,0	18,5	18,5	18,5	18,5
Steuern	1,9	2,2	2,9	3,5	3,8	4,3	4,8	4,9	5,4	5,9	6,5
+ Abschreibungen	1,8	2,1	2,2	2,6	3,7	4,1	4,6	5,3	5,8	6,4	7,0
- Investitionen	2,9	2,9	3,6	4,3	4,4	4,1	4,6	5,2	5,7	6,3	7,0
- Veränderung Working C.	1,1	1,3	2,1	2,3	2,2	1,9	2,1	2,0	2,2	2,4	2,7
Operativer Cash-Flow	2,3	3,1	3,2	4,1	6,0	8,1	9,1	9,5	10,4	11,4	12,6
Diskontierungsfaktor	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
Wert operativer CF heute	2,1	2,6	2,4	2,8	3,8	4,6	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5
Kum. oper. Cash-Flows	41,0										
Barwert des Restwertes	56,4										
Unternehmenswert	97,4										
- Nettoverschuldung	-11,1										
- Anteile Dritter	0,0										
Wert des Eigenkapitals	108,4										
Fairer Wert je Aktie in €	60,58										
WACC	9,8%										
Langfr. Wachstumsrate	1,0%										

Quelle: Vara Research GmbH

## Sensitivitätsanalyse

Um die Sensitivität unserer Bewertung aufzuzeigen, haben wir Variationen an ewiger Wachstumsrate und den durchschnittlichen gewichteten Kapitalkosten für das Unternehmen vorgenommen. In unserer Bewertung haben wir für GK SOFTWARE ein WACC von 9,78% angenommen und erhalten einen fairen Wert von € 60,58 je Aktie.

Tabelle 02: Sensitivitätsanalyse

ewige Wachstumsrate	Gewichtete Kapitalkosten (WACC)							
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	10,8%	11,3%	11,8%
0,50%	71,90	66,96	62,61	58,74	55,29	52,19	49,39	46,86
0,75%	73,25	68,09	63,57	59,56	55,99	52,80	49,92	47,32
1,00%	74,68	69,30	64,58	60,43	56,73	53,44	50,48	47,81
1,25%	76,22	70,53	65,66	61,34	57,52	54,11	51,06	48,31
1,50%	77,87	71,95	66,81	62,31	58,34	54,82	51,67	48,84
1,75%	79,65	73,42	68,04	63,35	59,22	55,57	52,31	49,40
2,00%	81,57	75,00	69,35	64,45	60,15	56,36	52,99	49,98

Quelle: Vara Research GmbH



## Amerikanische Werte bestimmen die Peer Gruppe

## Wincor: Hard- & Software für Retail und Banken

### Peer Vergleich

Die Peer Gruppe der GK SOFTWARE besteht überwiegend aus US-amerikanischen Unternehmen, die eine deutlich höhere Marktkapitalisierung aufweisen. Grund hierfür ist, dass es im Sektor der Spezialsoftware für den Einzelhandel nach der Übernahme der SAF durch SAP in Europa kaum mehr unabhängige börsennotierte Spieler in der Größenordnung der GK gibt.

**MICROS Systems Inc.** sieht sich als führender Anbieter von Unternehmensanwendungen für Hotels, Gastronomie und Handel. Zahlreiche führende Hotelketten bilden den Schwerpunkt des Kundenstamms. Das Unternehmen verweist auf 330.000 Installationen und ist mit über 90 Distributoren in ca. 50 Ländern präsent. **Manhattan Associates Inc.** und **JDA Software Group Inc.** bieten ihren Kunden Lösungen für die Themen Supply Chain Management/Logistik. Retailer spielen im Kundenkreis der JDA eine große Rolle, aber auch die Branchen Gastronomie, Freizeit und Logistik werden abgedeckt.

Die deutsche **Wincor Nixdorf AG** liefert Hard- und Softwarelösungen sowie damit verbundenen Dienstleistungen für Banken (Umsatzanteil 2010: 67%) und Handelsunternehmen (Umsatzanteil 2010: 33%). Wie auch GK setzt Wincor auf eine offene Systemarchitektur und ist bei programmierbaren Kassensystemen weltweit drittgrößter Spieler im Markt. Die Vergleichbarkeit beider Unternehmen ist aber durch zwei Faktoren eingeschränkt: Wincor ist um ein vielfaches größer und erreicht bedingt durch einen deutlich höheren Hardwareanteil bei weitem nicht die operativen Margen der GK SOFTWARE. Die US-amerikanische NCR, die 1884 als Hersteller der ersten mechanischen Registrierkasse gegründet wurde, haben wir in der Peer Gruppe bewusst nicht berücksichtigt. Das Unternehmen ist bedingt durch Marktkapitalisierung, breites Leistungsspektrum für viele verschiedene Branchen und die nur geringen operativen Margen (2010: 2,3%) kaum mit GK SOFTWARE vergleichbar.

Tabelle 03: Peer Group Analyse, Bewertung (Stand 10.11.2011)

	Markt kap. (in € Mio.)	KGV (11e)	EV/ Umsatz (11e)	EV/ EBITDA (11e)	EV/ EBIT (11e)
<b>Micros Systems</b>	2826,3	25,0	3,4	14,2	15,2
<b>Manhattan Associates</b>	705,4	21,8	2,6	12,2	13,5
<b>Wincor Nixdorf</b>	1114,3	9,8	0,5	5,6	7,7
<b>JDA</b>	985,0	14,5	2,1	8,3	9,9
<b>Mittelwert</b>	1407,8	17,8	2,2	10,1	11,6
<b>GK SOFTWARE</b>	69,8	15,0	1,9	7,6	9,7
		46,20	42,94	50,39	45,6
<b>Implizierter Fairer Wert</b>					46,28

Quelle: JCF / Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Tabelle 04: Peer Group Analyse, Kennzahlen

	EBITDA-Marge 2011e	EBIT-Marge 2011e	Nettomarge 2011e	EK-Quote (2010)	EKR 2010
<b>Micros Systems</b>	24,1%	22,4%	15,4%	71,3%	14,4%
<b>Manhattan Associates</b>	21,1%	19,1%	13,4%	65,6%	17,1%
<b>Wincor Nixdorf</b>	9,6%	7,0%	4,9%	27,7%	31,5%
<b>JDA</b>	25,7%	21,6%	13,7%	55,5%	13,9%
<b>Mittelwert</b>	20,1%	17,5%	11,8%	55,0%	19,2%
<b>GK SOFTWARE</b>	25,6%	20,0%	14,4%	54,3%	18,4%

Quelle: JCF / Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**GK kann beim  
Margenvergleich mit  
den US-Unternehmen  
mithalten**

Bezogen auf die EBITDA-, EBIT- und Nettomarge befindet sich GK SOFTWARE auf dem Niveau der US-amerikanischen Wettbewerber, während die deutsche Wincor-Nixdorf deutlich abfällt. Bei der Eigenkapitalquote ist GK SOFTWARE auf dem Niveau der Peer-Gruppe. Wincor-Nixdorf, die Ende 2010 mit ca. 28% über die geringste Eigenkapitalquote aller Peer-Unternehmen verfügten, wiesen die höchste Rendite auf das Eigenkapital aus.

Tabelle 05: Peer Group Analyse, Wachstum (CAGR 07-10e)

	Umsatz CAGR (2010-2012e)	EBITDA CAGR (2010-2012e)	EBIT CAGR (2010-2012e)	EPS CAGR (2010-2012e)
<b>Micros Systems</b>	10,2%	18,0%	18,0%	15,7%
<b>Manhattan Associates</b>	11,4%	15,4%	19,0%	26,3%
<b>Wincor Nixdorf</b>	4,0%	2,5%	3,8%	5,9%
<b>JDA</b>	10,2%	10,5%	8,1%	15,7%
<b>Mittelwert</b>	9,0%	11,6%	12,2%	15,9%
<b>GK SOFTWARE</b>	16,1%	9,4%	7,7%	10,0%

Quelle: JCF / Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**GK SOFTWARE ist  
wachstumsstärkstes  
Unternehmen der Peer**

GK SOFTWARE ist mit einer 2010-2012 CAGR von 16% das mit Abstand wachstumsstärkste Unternehmen der Peer. Da die Internationalisierung der großen amerikanischen Spieler bereits abgeschlossen ist, sind die Wachstumsraten trotz günstigem Umfeld auf 10% bis 11% begrenzt.

**Gewichtetes Kursziel bei  
€ 53,45**

Während die DCF-Methode einen Fairen Wert von € 60,60 pro Aktie liefert, liegt der gemäß Peer-Gruppen-Vergleich ermittelte Faire Wert bei € 46,30. Das Kursziel, das wir mit einer Gleichgewichtung beider Bewertungsmethoden ermittelt haben, liefert einen fairen Wert von € 53,45 je Aktie.

**Stärken****SWOT-Analyse**

- ◆ Wettbewerbsvorteile durch führende Technologie und Kostenführerschaft bei Forschung und Entwicklung (Standort Pilsen)
- ◆ In Deutschland hat sich das Unternehmen bei den Ausschreibungen der letzten Jahre eine führende Rolle erarbeitet und verfügt über namhafte Referenzkunden (EDEKA, Lidl, Netto und Douglas).
- ◆ Gründer und Vorstände sind mit rd. 57,5% maßgeblich am Unternehmen beteiligt.
- ◆ Die Expansion ins Ausland trägt erste Früchte (X5 Retail Group, Coop (Schweiz), JYSK Nordic, MPREIS).
- ◆ Das Unternehmen verfügt über eine sehr starke Bilanz (EK-Quote 60,6%, Nettoliquidität € 11,4 Mio.). Dies ist auch bei Ausschreibungen von Bedeutung (da die Kunden einen langfristig zuverlässigen Partner benötigen).
- ◆ Die Partnerschaft mit SAP schafft eine deutlich breitere Vertriebsbasis und ermöglicht die bessere Ansprache großer internationaler Kunden.
- ◆ Das Unternehmen ist seit der Gründung jedes Jahr dynamisch gewachsen und weist eine hohe Profitabilität auf.
- ◆ Die Produktkomplexität bedingt eine hohe Kundenbindung.
- ◆ In ihrem Marktsegment ist GK SOFTWARE Innovationsführer.
- ◆ Als Java-basierte Standardsoftware ist die GK Lösung unabhängig von bestimmter Hardware, spezifischen Endgeräten in den Filialen oder verwendeten Betriebssystemen.

**Schwächen**

- ◆ Das Geschäft ist gekennzeichnet von großvolumigen Projekten. Hierdurch kann sich der Geschäftsverlauf sehr volatil darstellen, mit zunehmender Unternehmensgröße lässt dieser Effekt jedoch nach.
- ◆ In Relation zu manchen Wettbewerbern ist GK SOFTWARE noch klein.
- ◆ Die angestammten Marktsegmente in Deutschland sind durch GK bereits sehr gut erschlossen. Im Ausland verfügt GK noch nicht über ein gleichwertiges Vertriebsnetz, hat mit SAP aber einen starken Vertriebspartner gefunden.
- ◆ Im Vergleich mit anderen Herstellern von Standardsoftware ist der Umsatz je Mitarbeiter noch gering. Durch den tschechischen Entwicklungsstandort sind jedoch auch die Personalkosten je Mitarbeiter geringer als bei Vergleichsunternehmen.
- ◆ Der Markt für Kassensysteme gilt als wettbewerbsintensiv.
- ◆ Im für den Handel wichtigen und größten Regionalmarkt USA weißt GK derzeit noch keinen größeren Handelskonzern als Referenzkunden auf.
- ◆ Der Streubesitz ist mit rund 42% auch nach der Ende 2010 erfolgten Kapitalerhöhung relativ gering.

## Chancen

- ◆ Die Vertriebspartnerschaft mit SAP bietet der GK SOFTWARE gerade im Geschäft mit großen und internationalen Handelsketten zusätzliche Chancen. Die Partnerschaft ist nicht exklusiv.
- ◆ Großes Wachstumspotenzial besitzt das Unternehmen im Ausland. Erste Vertriebsfolge zeigen, dass die Internationalisierungsstrategie aufgeht.
- ◆ Neue Branchen helfen bei der Erweiterung der Funktionalitäten und erhöhen den Wert der Standardlösung auch für die Bestandskunden. GK/Retail ist somit eine lernende Lösung.
- ◆ Der GK-Umsatzanteil für Lösungen im Bereich Infrastruktur (für den Handel) legt bereits zu. Gerade dieser strategische Bereich verspricht Potenzial für GK SOFTWARE.
- ◆ Als Anbieter von Standardsoftware profitiert GK von Skaleneffekten.
- ◆ Ein Übernahmeangebot für GK durch einen Major-Player müsste voraussichtlich mit einer erheblichen Prämie für den strategischen Wert versehen sein.

## Risiken

- ◆ Das Zeitfenster in dem die Handelsunternehmen ihre Kassensysteme und IT-Infrastruktur umstellen ist begrenzt. Bei GK könnte es zu Kapazitätsengpässen kommen.
- ◆ Projektverschiebungen könnten bei begrenzten Kapazitäten zu Umsatzausfällen führen.
- ◆ Bei einer Störung der Kassensysteme, die auf einen Fehler der GK SOFTWARE zurückgeht, könnten die Kunden versuchen Vermögensschäden geltend zu machen.
- ◆ Die Kunden der GK sind oft große Handelsketten mit entsprechender Marktmacht. Dies könnte tendenziell die Margen drücken, ist aber gegenwärtig nicht zu beobachten.
- ◆ Auch wenn die Vertriebspartnerschaft mit SAP einen Meilenstein darstellt, muss GK aufpassen, dass sich keine einseitige Abhängigkeit zu diesem wichtigen Vertriebspartner entwickelt.
- ◆ Zunehmende Umsatzverlagerung ins Internet. Viele Filialisten beobachten, dass ein Teil der klassischen Handelsumsätze ins Internet abwandert (und entsprechende eCommerce-Vertriebskanäle parallel in Nutzung genommen). Die Anzahl der Filialen und Kassensysteme könnte dadurch abnehmen, der für GK potenziell adressierbare Markt verkleinert sich hierdurch.
- ◆ Makrorisiken. Die Schuldenkrise könnte sich auf die Konsumausgaben und die IT-Budgets der multinationalen Handelsketten auswirken.

**Standardsoftware-  
lösungen für den Handel**

**Solquest Zukauf stärkte  
den Bereich  
Infrastrukturlösungen**

**Klare Struktur bei den  
Tochterunternehmen**

**2009 akquirierte  
Solquest ist vollständig  
integriert**

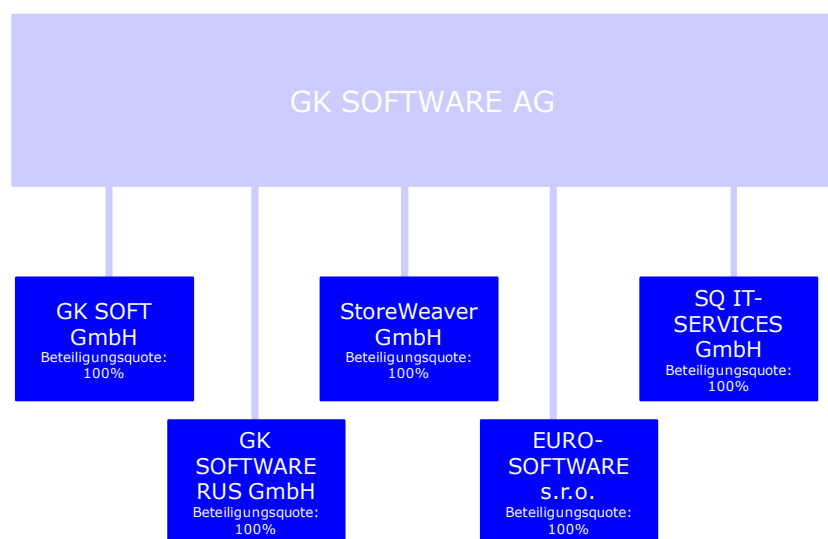
## ■ Unternehmensprofil

Die GK SOFTWARE AG mit Hauptsitz in Schöneck (Vogtland) ist ein Anbieter von Standardsoftware für Handelsunternehmen. Niederlassungen unterhält das Unternehmen in Berlin, Pilsen, Basel/Riehen und St. Ingbert. Seit 2009 bestehen in Großbritannien und den USA Vertriebsniederlassungen. 2010 erreichte der konsolidierte Umsatz der GK SOFTWARE € 27,7 Mio., das operative Ergebnis (EBIT) lag bei € 6,44 Mio. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einem Anstieg um 19% beim Umsatz, bzw. 32% beim EBIT. Die Anzahl der Mitarbeiter zum 31.12.2010 lag mit 366 rund 26% über dem Vorjahreswert und wurde zum 30.06.2011 auf 403 Mitarbeiter ausgebaut.

Bisher hat GK SOFTWARE schwerpunktmäßig Kassenlösungen für den Handel entwickelt. Mittlerweile hat sich das Angebotsspektrum um Infrastrukturlösungen erweitert. Diese besitzen einen hohen strategischen Wert für die Handelsunternehmen, sind zugleich aber auch eine ideale Ergänzung zum bisherigen Produktportfolio.

Die Konzernstruktur der GK SOFTWARE ist hoch transparent. Die GK SOFTWARE AG verfügt über vier 100%ige Beteiligungen, die jeweils klar umrissene Aufgaben für den Konzern erfüllen. Eine besondere Bedeutung kommt der tschechischen Tochtergesellschaft EUROSOFWARE s.r.o. (Pilsen) zu, hier sind die Entwicklungskapazitäten des Konzerns gebündelt.

Grafik 02: Organigramm (Stand 08/2011)



Quelle: GK SOFTWARE AG

Die 2009 durchgeführte Übernahme der Solquest diente aus unserer Sicht dem schnelleren Know-how-Aufbau im Bereich Infrastruktur. Die Integration der erworbenen Einheit ist bereits abgeschlossen. Die Solquest-Lösung, die als eigenständiges Produkt nicht fortgeführt wird, liefert weiterhin Wartungserlöse, während das Solquest Know-how in die bestehende GK-Lösung integriert wird. Solquest-Kunden werden nach und nach in die GK/Retail-Welt überführt.

Tabelle 06: Unternehmensgeschichte

Zeit	Ereignis
1990	Gründung der Gesellschaft als G & K Datensysteme GmbH in Schöneck (Sachsen), durch R. Gläß und S. Kronmüller.
1992	Erster Produktiveinsatz einer FiBu-Lösung (DOS-basiert) für mittelständische Betriebe
1996/1997	Verlagerung des Branchenfokus auf den Einzelhandel und Java-basierte POS-Lösungen; Gründung der EUROSFTWARE s.r.o. (Pilsen/Tschechische Republik)
1998	Erste produktives Projekt mit einer Java-Kassenlösung
2000	Zertifizierung der Filiallösung GK/Retail für SAP
2001	Umwandlung der als G & K Datensysteme GmbH zur GK SOFTWARE AG
2002	Start des ersten Projektes mit GK/Retail Workflow bei Netto Markendiscout
2003	Einbringung der tschechischen Entwicklungstochter; erstes Projekt mit voller SAP-Integration
2004	Start des ersten produktiven Projektes mit GK/Retail Mobile bei Netto Markendiscout
2005	Auskopplung von StoreWeaver (Integrationsplattform) als eigenes Produkt
2006	Eröffnung einer Niederlassung in Berlin
2007	Erster produktiver Einsatz des GK/Retail Enterprise Storeweavers bei der EDEKA Minden-Hannover
2008	IPO der Gesellschaft; Beginn der internationalen Vermarktung; Gründung der Tochtergesellschaft StoreWeaver GmbH, Riehen (Schweiz)
2009	Übernahme der Solquest (Asset-Deal); Vereinbarung einer Vertriebspartnerschaft mit SAP
2010	Erstmals seit IPO schüttet GK eine Dividende aus; die Vertriebspartnerschaft mit SAP wird ausgeweitet
2011	Fressnapf wird der erste durch die SAP-Kooperation gewonnene Kunde

Quelle: GK SOFTWARE AG

### Geschäftsmodell

GK/Retail bildet weiter den Kern des Lösungsportfolios der GK SOFTWARE, alle Kundenprojekte setzen auf diesem Standardprodukt auf. Adressierte Kundengruppe der GK SOFTWARE sind Handelsketten/Filialisten. Die plattform- und hardwareunabhängige, Java-basierte Standardsoftware verfügt über einen modularen Aufbau nach dem Baukastenprinzip und ist SOA-fähig (SOA = Service oriented architecture). Der Kunde wählt also nur die Produkte/Module, die er benötigt. Bei den gewählten Modulen werden dann die Parameter so eingestellt, dass sämtliche Spezifika der Handelskette wie etwa Bonuskartenmodelle und spezielle Rabatte abgebildet werden können. Mit neuen Features, wie z.B. dem Stockinfo-Server, der dezentrale Bestandsumlagerungen ermöglicht oder dem IBM Self-Checkout (2010), wurde die Lösung fortlaufend erweitert.

**Modulare GK/Retail-Lösung steht im Zentrum des Leistungsangebotes**

**Leistungsversprechen  
der GK: Effiziente  
Prozesse, höhere  
Kundenbindung und  
verbesserter  
Informationsfluss**

**Neulizenzen sind bester  
Wachstumsindikator,  
stabile Wartungserlöse  
folgen der Entwicklung**

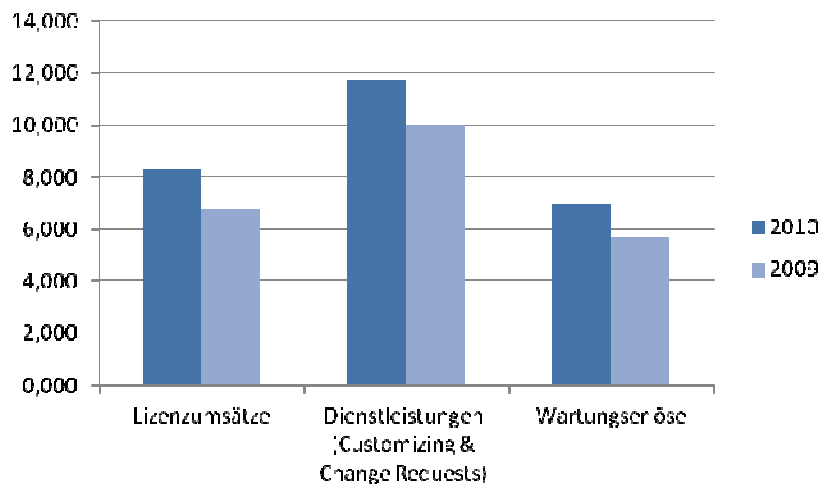
**Forschung und  
Entwicklung genießt  
hohen Stellenwert**

**Länderversionen  
unterlegen  
Internationalisierung**

GK adressiert mit ihrer Lösung verschiedene zentrale Themen im Handel. Neben Kundenbindung und Informationsaustausch in Echtzeit ist vor allem die Optimierung der Warenwirtschaft zu nennen. Eine solche Entwicklung ist beispielsweise der Stockinfo-Server, der es den Filialmitarbeitern erlaubt, Bestände anderer Filialen einzusehen und Umlagerungen aktiv anzustoßen. Dem Handel ist es mit GK/Retail möglich Umsätze und Umschlagshäufigkeit zu erhöhen, interne Prozesse zu optimieren und einen Mehrwert für den Kunden zu bieten.

Der beste Indikator für Wachstum in einem Software-Geschäftsmodell sind die Lizenzerlöse. Sie bilden die Grundlage für die in der Regel margenstarken Wartungserlöse der kommenden Jahre und vergrößern die Basis potenzieller Kunden für neue Releases oder Produktgenerationen. Jedes Neukundenprojekt bringt neben Lizenzerlösen auch Dienstleistungsumsätze die sich aus dem Bedarf an individuellen Anpassungen und den vor-Ort-Installationen ergeben. Im Bereich Sonstiges sind die nicht zum Kerngeschäft der GK gehörenden Umsätze zu finden, beispielsweise die durchgeleiteten Hardwareumsätze.

Grafik 03: Umsatzmix 2009 und 2010



Quelle: GK SOFTWARE AG

GK SOFTWARE verfügt über eine vergleichsweise große Entwicklungsmannschaft, die derzeit etwa ein Drittel der Gesamtbelegschaft ausmacht und den technologischen Vorsprung und die Innovationsführerschaft von GK/Retail sichern soll. Die Entwicklungsabteilung sitzt im angrenzenden Ausland. Der Standort Pilsen (Tschechien) mit seinen 132 Mitarbeitern ist hierfür aus zwei Gründen gut geeignet: Einerseits stehen durch die lokale Hochschule gut ausgebildete Programmierer zur Verfügung, die ein hohes Qualitätsniveau liefern. Andererseits sind die Lohnniveaus geringer als z.B. in Deutschland.

Als Anbieter einer Standardsoftware, die über zahlreiche Landesversionen verfügt, nimmt die Internationalisierung bei GK eine wichtige Rolle ein. Die Landesversionen, die im Rahmen internationaler Kundenprojekte entwickelt werden und neben der Sprache auch den rechtlichen Rahmen abbilden, sind Voraussetzung, um auch ausländische Handelsketten als Kunden gewinnen können. 2010 kamen mit China, Bulgarien, Serbien und

Bosnien Versionen für vier neue Staaten hinzu. Ende des Jahres 2010 waren somit 37 Länderversionen verfügbar.

### **Vorstand**

Der Vorstandsvorsitzende der GK SOFTWARE, Herr Rainer Gläß hat die GK SOFTWARE 1990 zusammen mit dem langjährigen Technologievorstand, Herrn Stephan Kronmüller, gegründet. Als Vorstandsvorsitzender verantwortet Herr Gläß die Bereiche Verwaltung, Marketing und Vertrieb. Herr Kronmüller hat sein Vorstandsamt für die Bereiche Technologie und Entwicklung jüngst abgegeben, ist aber als Leiter der GKFutureLab und stellvertretender Vorstand weiter für die GK SOFTWARE tätig. Beide Gründer besitzen direkt und indirekt wesentliche Aktien-Anteile an der GK SOFTWARE.

Der Vorstand wird komplettiert durch Herrn André Hergert, der den Bereich Finanzen verantwortet. Herr Ronald Scholz, zuletzt Vorstand für das operative Geschäft, nahm im zweiten Halbjahr 2011 eine Elternzeit wahr und schied zum 31.10.2011 auf eigenen Wunsch aus dem Vorstand aus. Mit Oliver Kantner haben die Gremien der GK SOFTWARE einen erfahrenden Manager als Nachfolger des Vorstandes Operations gewonnen. Herr Kantner, verfügt auf Grund langjähriger beruflicher Erfahrungen u.a. als Leiter des Bereiches Shop Operations & Development/ Kundenservice bei Tchibo und als Senior Manager Customer Services (Deutschland bei Amazon über gute Kontakte zu international agierenden Handels- und Dienstleistungsunternehmen. Der neue Technologievorstand Herr Michael Jaszczyk ist seit rund einem Jahr für GK SOFTWARE tätig, zuvor war Herr Jaszczyk u.a. CTO bei der börsennotierten Pironet AG.

Die in Q1 2011 ausgelaufenen Vorstandsverträge von Herrn Gläß, und Herrn Hergert wurden um jeweils fünf Jahre verlängert. Hierdurch wird die Kontinuität im Vorstand gewährleistet und die erfolgreiche Arbeit der Vorstände durch den Aufsichtsrat honoriert.

### **Aufsichtsrat**

Geführt wird der Aufsichtsrat durch den Diplom-Volkswirt und Unternehmensberater Uwe Ludwig, der dem Gremium seit 2001 angehört. Die Bestellung von Herrn Ludwig wurde auf der Hauptversammlung 2011 ohne Gegenstimmen verlängert. Die Bestellung des Sparkassenbetriebswirtes Thomas Bleier, der 2003 erstmals in den GK-Aufsichtsrat berufen wurde, läuft bis 2014. Auf der Hauptversammlung 2011 neu in den GK-Aufsichtsrat wurde der Handelsfachwirt Herbert Zinn gewählt, der auch Geschäftsführer der Sübet Rhein-Main Handels- und Beteiligungsgesellschaft mbH & Co. KG ist.

**Unternehmensgründer  
führt den Vorstand**

**GK setzt auf Kontinuität:  
Vorstandsverträge um  
jeweils 5 Jahre  
verlängert**

**Erfahrene Aufsichtsräte**

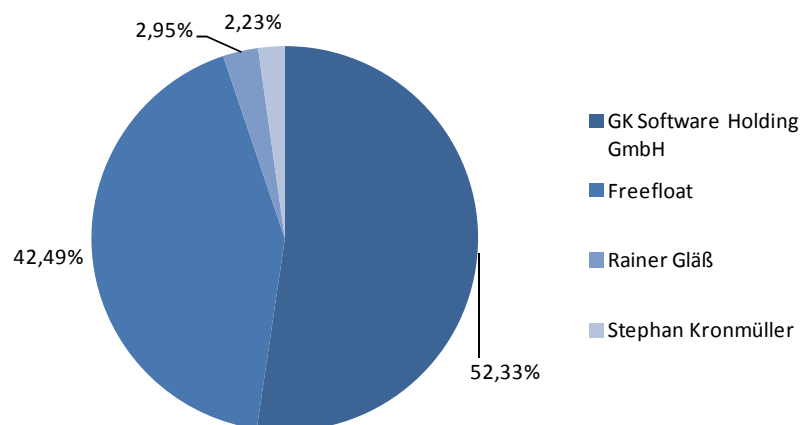


## Aktienmehrheit in Besitz der Gründer

### Aktionärsstruktur

Über die GK Software Holding GmbH (Anteil: 52,33%) befindet sich die GK SOFTWARE AG mehrheitlich im Besitz der beiden Gründer. Der direkte Anteilsbesitz von Herrn Gläß beläuft sich auf 2,95%, Herrn Kronmüllers direkter Anteilsbesitz liegt bei 2,23%. Institutionelle Investoren, die einen Anteil von über drei Prozent gemeldet haben sind die Universal-Investment-Gesellschaft mbH und die Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH, die Verwässerung durch die Kapitalerhöhung Ende 2010 dürfte die Stimmrechtsanteile jedoch wieder unter die 3% Marke gedrückt haben. Der Streubesitz liegt bei 42,49%.

Grafik 04: Aktionärsstruktur zum 30.06.2011



Quelle: GK SOFTWARE AG

**Technologisch führende  
Software-Lösung**

**Früher Fokus auf  
Standardsoftware zahlt  
sich aus**

**Kostenführerschaft bei  
der (Weiter-)  
Entwicklung**

**Forschung und  
Entwicklung von hoher  
Bedeutung**

**Infrastrukturlösungen  
gewinnen für GK an  
Bedeutung**

## Strategie

GK SOFTWARE verfügt über eine technologisch führende IT-Lösung für den Handel. Die Lösungswelt basiert 100% auf Java und offenen Standards. Die Funktionalitäten sind im Laufe zahlreicher Projekte ausgebaut worden, es existieren bereits zahlreiche Spezialfunktionalitäten für die verschiedenen Sektoren des Handels. Durch den kontinuierlichen Ausbau der Lösung festigt und verbessert GK SOFTWARE die eigene Marktstellung.

Die Zeit der Insellösungen im Handel ist vorbei, da es zunehmend schwerer wird mit den Funktionalitäten der Standardlösungen Schritt zu halten. Die vor Jahren noch weit verbreiteten firmeninternen Lösungen sind bei den Einzelhandelsketten zunehmend seltener anzutreffen. GK SOFTWARE hat dies frühzeitig erkannt und auf eine Standardlösung gesetzt, die über eine breite Palette möglicher Features und Funktionen verfügt, die auf den jeweiligen Kunden angepasst werden. Da die GK-Lösung aus Neuprojekten „lernt“ und kontinuierlich erweitert wird, wäre es für einen Handelskonzern nahezu unmöglich, die gleichen Leistungsmerkmale in einer eigenen Lösung zu vertretbaren Kosten zu erstellen. Verbesserungen der GK-Standardlösung werden im Rahmen neuer Releases allen Bestandskunden zugänglich gemacht.

GK SOFTWARE verfügt über einen großen Entwicklungsstandort in Pilsen (Tschechien). Da hochqualifizierte Spezialisten hier zu Löhnen unter dem deutschen oder amerikanischen Niveau beschäftigt werden können, besitzt GK SOFTWARE in der Entwicklung einen entscheidenden Kostenvorteil. Dies zahlt sich insbesondere bei der Bearbeitung der Change Requests von Kunden aus.

### Forschungs- und Entwicklungsstrategie

Eine besondere Bedeutung kommt dem Bereich Forschung und Entwicklung zu. GK SOFTWARE ist gegenüber vielen Wettbewerbern eher ein kleines Unternehmen, das bei der Neukundenakquise daher den Trumpf des Innovationsführers ausspielen muss. Die Bedeutung der Entwicklungstätigkeit zeigt sich nicht zuletzt darin, dass auf den Forschungsstandort Pilsen mit seinen 132 Mitarbeitern etwa ein Drittel der Belegschaft entfällt. Alleine 17 Mitarbeiter davon konzentrieren sich auf die Beobachtung der aktuellen Trends im Softwaremarkt. Die Investitionen im Forschungs- und Entwicklungsbereich werden unserer Erwartung nach auch in den kommenden Jahren hoch bleiben, bedingt durch Skaleneffekte jedoch unterproportional zum Umsatz wachsen.

Zunehmend dehnt GK das eigene Leistungsportfolio, das um die GK/Retail-Suite gruppiert ist, in Richtung Infrastrukturlösungen aus. GK kommt ursprünglich aus dem Bereich der Kassenslösungen, dieser Bereich gilt als wettbewerbsintensiv. Infrastrukturlösungen (wie der StoreWeaver) besitzen eine hohe strategische Bedeutung für den Handel, da sie die Basis für eine effiziente, zentrale Filialwarenwirtschaftssteuerung bilden. Das Thema ist von weniger Wettbewerbern besetzt als der Bereich der Kassenslösungen. GK SOFTWARE bietet beide Lösungen im Paket an.

## Indirekter Vertrieb: Vertriebspartnerschaft mit SAP als Hebel

## GK-Module für SAP und Endkunden von hoher strategischer Bedeutung

## Starker Partner als Qualitätsausweis

## Projektbeispiel EDEKA

## 2011: SAP- Partnerschaft in die produktive Vertriebsphase eingetreten

### Vertriebsstrategie

Über das Thema Infrastruktur hat GK SOFTWARE auch den Zugang zur SAP bekommen, da die Lösungen der GK SOFTWARE das Produktportfolio der SAP im Bereich der Kassenslösungen ideal ergänzen. Ende 2009 sind beide Unternehmen deshalb eine Vertriebspartnerschaft eingegangen, die im Juli 2010 erweitert wurde. Der Vertrieb der GK Lösungen durch SAP ist nicht exklusiv. GK hat durch die Partnerschaft im Vertrieb eine neue Ebene erreicht. Der Gewinn des Großprojektes von EDEKA wurde hierdurch ermöglicht. Auch beim direkten Vertrieb ist die durch die Partnerschaft mit SAP gewonnene Reputation von Vorteil. Dies gilt auch für die Zertifizierungen die GK von IBM erhalten hat.

### Einschub: SAP-Partnerschaft

Die Vertriebspartnerschaft mit SAP bezieht sich auf GK-Module, die die Themen „Store Device Control“ und „Offlinefähige mobile Filialprozesse“ adressieren, zudem wird ein Paket aus POS-Lösung und „Store Device Control“ durch SAP vertrieben. Unter „Store Device Control“ ist die Möglichkeit der Einbindung von fremder Hardware in der Filiale, wie z.B. Leergutautomaten oder Obstwaagen, zu verstehen. Deren Einbindung ist für eine effiziente real-time ERP-Lösung essentiell, das Angebot besitzt somit hohen strategischen Wert. GK SOFTWARE ist damit über seine eigenen Module bei allen Kassensysteme-Projekten vertreten die SAP im Handel akquiriert. Selbst wenn SAP die eigene Kassenslösung verkauft, werden die Infrastrukturmodule von GK bezogen.

Für ein kleines Softwareunternehmen wie GK SOFTWARE ist eine Vertriebspartnerschaft mit einem führenden Unternehmen der Branche immer auch ein Zeichen an den Markt. Dieses Gütesiegel dürfte auch den direkten Vertrieb der GK SOFTWARE erleichtern. Die Mehrzahl der größeren Einzelhändler bzw. Einzelhandelsketten strebt zudem nach einer größtmöglichen Harmonisierung der eigenen Systeme. Bezogen auf ERP- und Warenwirtschaftssysteme kann die Partnerschaft zwischen GK und SAP dies leisten.

EDEKA war der erste Kunde von SAP und GK der im Rahmen eines gemeinsamen Projektes akquiriert wurde. Zuvor hatte EDEKA keine konzerneinheitliche Lösung, sondern verschiedene Systeme in den einzelnen Regionalgesellschaften. Der Abschluss der Vereinbarung über das EDEKA-Großprojekt Lunar war unseres Erachtens möglich geworden, weil GK mit SAP einen wirtschaftlich starken Partner an seiner Seite aufweisen konnte und weil SAP durch die Module der GK die Peripheriegeräte an das ERP-System anbinden konnte. Das Projekt war zu diesem Zeitpunkt das größte seiner Art in Deutschland und hat eine entsprechende Signalwirkung.

Nach erfolgreichem Abschluss des Piloten bei EDEKA Anfang 2011 ist der Vertrieb der GK-Lösung durch SAP in die produktive Phase eingetreten. Ein erster sichtbarer Erfolg ist die Gewinnung des Fachhändlers Fressnapf. Die Ausstattung der rund 1.150 Filialen durch SAP wird mehrere Jahre in Anspruch nehmen, der Umsatzschwerpunkt wird im Jahr 2012 liegen. Es ist davon auszugehen, dass der indirekte Vertrieb in den kommenden Jahren deutlich an Fahrt gewinnt. Die SAP verfügt im Handel mit etwa 9.500 Kunden aus den Bereichen Retail und Wholesale bereits über eine hohe Marktdurchdringung. Die Kombination der SAP- mit der GK-Lösungswelt schafft für den Kunden einen klaren Mehrwert, da beide Lösungen reibungslos aufeinander abgestimmt sind. Insofern sollte es über die Kooperation möglich sein, viele der SAP-Bestandskunden zu erreichen.

**Direkter Vertrieb wird  
wesentliches Standbein  
bleiben**

**Wachsen in neue  
Regionen und  
Kundensegmente.**

**USA wichtigster  
Zielmarkt, Deutschland  
auf Rang 2**

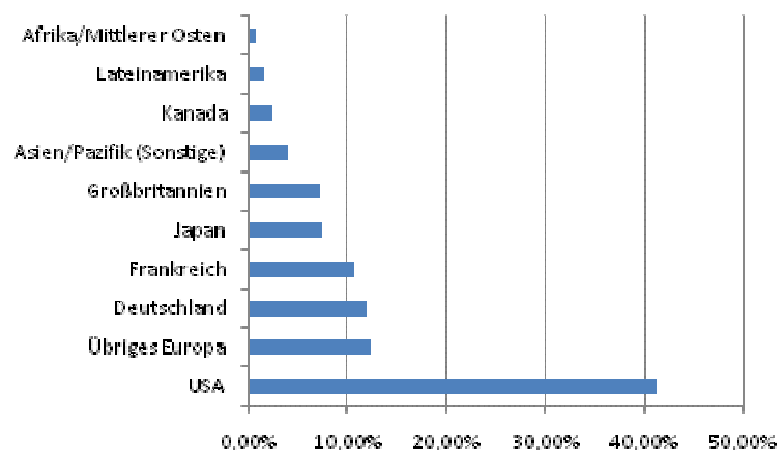
**Option das  
Kundenspektrum zu  
erweitern besteht**

GK wird sich durch die Vertriebspartnerschaft mit SAP nicht in eine einseitige Abhängigkeit zu diesem Partner begeben. Auch langfristig wird GK SOFTWARE den Markt mit eigenen Vertriebsmitarbeitern bearbeiten, um über den direkten Kundenkontakt das Gefühl für den Markt zu behalten () und die höhere Visibilität bei der eigenen Auftragspipeline zu halten. Auch werden Auslandskunden teilweise über eigene Vertriebsgesellschaften (USA, GB) akquiriert.

Die Expansionsstrategie der GK SOFTWARE besteht darin, sowohl neue Regionen als auch neue Kundengruppen mit der eigenentwickelten Lösung GK/Retail zu erschließen. Da dem GK-Produkt eine zentrale Bedeutung in der Wertschöpfung des Kunden zukommt, spielen erfolgreiche Projektreferenzen eine besondere Rolle. Bei internationalen Projekten und Kunden ist es hilfreich, wenn bereits eine Länderversion existiert. Andernfalls werden diese im Rahmen der überregionalen Kundenprojekte erstellt. 2010 kamen so Länderversionen für China, Bulgarien, Serbien und Bosnien neu hinzu. Bei der Expansion in andere Länder erleichtert die Kooperation mit SAP den Kundenzugang erheblich und stärkt zudem das eigene Vertriebsteam der GK SOFTWARE.

Gemessen am Umsatz der Top 250 Retail-Ketten war Deutschland in 2008 mit einem Anteil der von 11,9 % der zweitwichtigste nationale Markt, hier ist GK SOFTWARE bereits stark vertreten. Deutschland liegt deutlich hinter den USA (41,2%), aber noch vor Frankreich (10,7%), Japan (7,4%) und Großbritannien (7,3%). Fünf der zehn größten europäischen Handelsketten kommen aus Deutschland, vier aus Frankreich.

Grafik 05: Globale Umsatzaufteilung der Top 250 Retailer



Quelle: Deloitte

Die beiden Kundensegmente in denen GK SOFTWARE bisher am stärksten vertreten ist, sind Lebensmittelketten und Discounter, aber auch Fachhändler (Bücher, Bekleidung, Baumärkte) gehören zum Kundenkreis. Für die bereits adressierten Bereiche gibt es spezifische Lösungsmodifikationen. Neu erschlossen werden könnten artverwandte Kundensegmente, wie die Systemgastronomie oder Tankstellenketten, hierzu wären kleinere Erweiterungen der Standardlösung nötig.

**GK will mit der eigenen  
Lösungsplattform  
organisch wachsen –  
Akquisitionen kein  
zentraler  
Strategiebaustein**

Akquisitionen sind kein zentraler Bestandteil der Wachstumsstrategie. Weil der Kern der Lösungen von GK/Retail gebildet wird, ist es für GK SOFTWARE nicht sinnvoll einen fremden Hersteller von Standardsoftware zu erwerben, da dann entweder zwei Plattformen zusammengelegt oder parallel weiterentwickelt werden müssten. Die Akquisition von Solquest ist daher nicht als klassische Akquisition zu sehen: GK SOFTWARE hat hierbei in erster Linie günstig Know-how erworben, das man alternativ selbst hätte entwickeln müssen. Dieses Know-how wurde genutzt, um Entwicklungszeit einzusparen und die eigene Lösung zu stärken. Die Etablierung einer zweiten Entwicklungsplattform dagegen hätte ökonomisch keinen Sinn gemacht, Solquest-Kunden werden daher mittelfristig in die GK-Lösungswelt überführt.

**IT-Budgets im Handel  
zogen 2010 deutlich an**

**Deutlicher  
Budgetanstieg von 2009  
auf 2010 war vom  
Zyklus geprägt**

**Allein in Deutschland ist  
ein potenzielles  
Marktvolumen von €  
250 Mio. bis € 290 Mio.  
adressierbar**

**20% der deutschen  
Filialsoftware-Lösungen  
gelten als überaltert**

**IT für den Handel weiter  
im Wandel**

**Individuallösungen  
haben ausgedient**

## ■ Markt

### IT im Handel

Die IT-Budgets des Handels liegen je nach Sortiment und Händler typischerweise zwischen 0,3% und 1,8% des Umsatzes. Über die Subsegmente hinweg sind jährliche Durchschnittswerte knapp über 1% zu beobachten. In 2010 dürften die durchschnittlichen IT-Budgets nach einer Befragung der verantwortlichen CIOs bei 1,3% der Umsätze gelegen haben. Bei einem Handelsumsatz von über € 390 Mrd. allein in Deutschland entspräche dies bereits einem Volumen von über € 5 Mrd. Zum Vergleich: Der gesamte IT-Markt in Deutschland hat nach Erwartung der BITKOM in 2011 ein Volumen von € 68,8 Mrd. (Hardware: € 19,2 Mrd.; Software: € 15,4 Mrd.; IT-Dienstleistungen € 34,2 Mrd.)

Durch die Ausweitung der IT-Budgets in Relation zum Umsatz von knapp 1% in 2009 auf 1,3% in 2010 hat der Markt eine rund 30%ige Marktvolumenausweitung erfahren, da die Handelsumsätze sich 2010 gegenüber 2009 nahezu unverändert gezeigt haben. Dieser Zuwachs ist in unseren Augen vor allem auf einen pro-zyklischen Effekt zurückzuführen. 2011 dürfte sich unserer Erwartung nach eher an den 2010er IT-Budgetrelationen orientieren, aber leicht nachgeben. Das EHI Retail Institute ging im Frühjahr von einem Anteil der IT-Budgets am Nettoumsatz von 1,12% aus. Die Nettoumsätze legten im ersten Halbjahr 2011 um 2,7% zu.

Das Management der GK SOFTWARE schätzt, dass aus dem jährlichen IT-Gesamtbudget des Einzelhandels (etwa € 5 Mrd.) theoretisch rund 250 Mio. bis € 290 Mio. durch GK SOFTWARE adressierbar wären. Dies impliziert, unter Berücksichtigung der Größe und Technisierung des deutschen Marktes, aus unserer Sicht ein weltweit adressierbares Marktvolumen von etwas über € 2 Mrd.

Für GK SOFTWARE von besonderer Bedeutung ist der Softwareanteil an den IT-Budgets im Handel, und hier insbesondere der für Kassen- und Infrastrukturlösungen aufgewendete Teil. Im Durchschnitt ist die aktuell im Einsatz befindliche Filialsoftware/Kassenlösung etwa 5,8 Jahre alt, der durchschnittliche Lebensdauer einer Lösung dürfte dementsprechend bei rund 6 Jahren liegen, wobei die typische Abschreibung auf Software über 3 bis 5 Jahre läuft. Immerhin 20% der Lösungen sind sogar über 10 Jahre alt. Daraus lässt sich ein Modernisierungsbedarf mit einem Umsatzpotenzial von ca. € 320 Mio. ableiten.

Der Markt für IT im Handel hat sich in den vergangenen Jahrzehnten komplett gewandelt. Stand in den 80er Jahren noch eindeutig die Hardware im Vordergrund, so liegt die Alleinstellung und Wertschöpfung heutzutage in der Software. Dementsprechend befinden sich auch die Akteure am Markt im Wandel – ehemalige Hardware spezialisten wie IBM haben mittlerweile IT-Dienstleistungen zu einem Hauptstandbein in diesem Bereich ausgebaut.

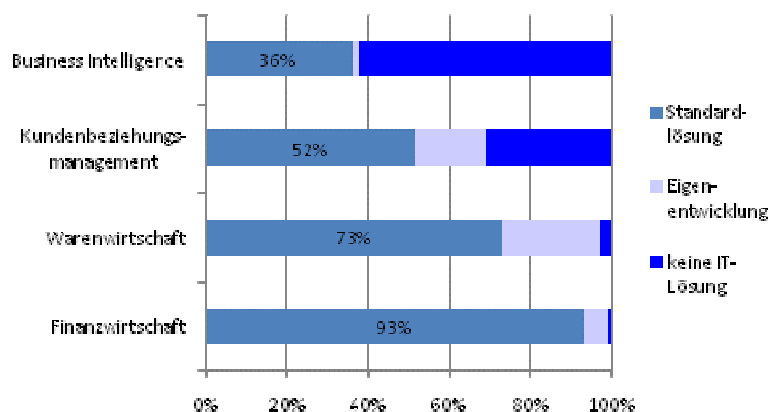
Auch bei der Software haben sich im Laufe der Jahre die Präferenzen der Kunden gewandelt. Setzten anfangs noch zahlreiche Händler auf Individuallösungen und Eigenentwicklungen, so haben sich mittlerweile fremderstellte Standardlösungen durchgesetzt. Allerdings ist dieser Trend in den einzelnen Einsatzbereichen innerhalb des Handels unterschiedlich stark ausgeprägt. Dies hängt damit zusammen, dass sich beispielsweise

**Kosten und Komplexität  
sind die  
Hauptargumente für  
Standardlösungen**

die finanzwirtschaftlichen Prozesse recht gut standardisieren lassen. In der Warenwirtschaft dürften die zunehmenden Anforderungen an die Datenintegration und das Zusammenspiel mit anderen internen und externen IT-Systemen den Anbietern von Standardsoftware helfen, Individuallösungen abzulösen. Laut einer Marktbefragung aus dem Jahr 2011 setzen in der Warenwirtschaft noch etwa 24% der Handelsunternehmen Insellösungen/Eigenentwicklungen ein, in der Finanzwirtschaft ist die Standardisierung weiter fortgeschritten, hier haben 93% der Unternehmen eine Standardlösung im Einsatz.

Gründe für die Präferenz von Standardlösungen sind die hohen Kosten für die (Weiter-)Entwicklung und Wartung individueller Systeme und die mangelnde Flexibilität solcher Systeme. Dies gilt auch im Bezug auf die Schnittstellen. Zudem besteht die Gefahr, mit einer Eigenentwicklung den Anschluss an Markttrends zu verpassen. Als zeitgemäß gelten daher hardwareunabhängige, modulare Standardlösungen wie GK/Retail, da die Handelskonzerne eine individuelle, den jeweiligen Bedürfnissen entsprechende Anpassung über die Modulfunktionalitäten und Produktfeatures abbilden wollen. Die Kunden haben durch externe Wartung der eigenen Systeme und Zugang zu Updates bzw. zu neuen Releases eine hohe Sicherheit, dass die Systeme auf dem neusten technischen Stand bleiben.

Grafik 06: Software-Einsatz im Handel (2011)



Quelle: RAAD Research 6/2011

**Business Intelligence  
als Treiber für GK-  
Infrastrukturlösungen!?**

Business Intelligence-Lösungen sind im Handel noch nicht weit verbreitet, dies hängt damit zusammen, dass die Auswertung vorhandener Daten oft nicht ohne Weiteres möglich ist. Die GK-Lösungen mit der Nutzung von Echtzeitdaten können hier gerade im Zusammenspiel mit SAP die Nutzung von Business Intelligence-Tools deutlich komfortabler machen. Hier könnte auch ein weiteres Motiv für SAP liegen, die Partnerschaft zu GK SOFTWARE aktiv voranzutreiben, denn mit der Business Objects-Übernahme in 2007 hat SAP sein Engagement im Bereich Business Intelligence erheblich verstärkt.

**Harmonisierung der IT  
genießt hohen  
Stellenwert**

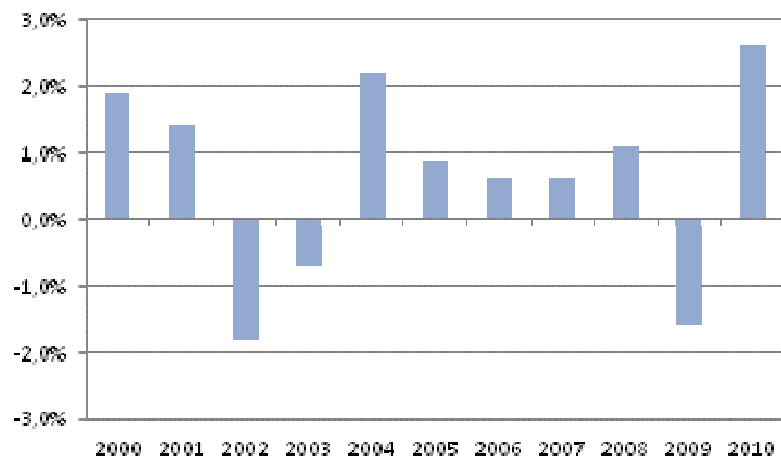
Bei den CIOs der Handelskonzerne genießt die Harmonisierung der IT einen hohen Stellenwert. 82% der Entscheider stufen diesen Punkt als „sehr wichtig“ oder „wichtig“ ein. Indirekt bedeutet diese Präferenz eine klare Absage an Insellösungen. Eine IT-Landschaft aus einem Guss ist im Handel noch eher die Ausnahme, über zwei

**Der Handel ist  
konjunkturellen  
Schwankungen kaum  
unterworfen**

Drittel der von RAAD befragten Handelsunternehmen können Reports nur mit mittlerem oder hohem manuellen Aufwand erstellen. Die Lösungen der GK SOFTWARE ermöglichen über die automatische Einbindung der Filialen die Verfügbarkeit aller Handelsdaten in Echtzeit in der Unternehmenszentrale. Durch die Kooperation mit SAP kann auch die Harmonisierung zwischen Warenwirtschaft und Finanzwirtschaftslösungen im Interesse der Kunden weiter vorangetrieben und als Vertriebsargument genutzt werden.

Der Handel als wesentliche Zielgruppe der GK ist von konjunkturellbedingten Umsatzenschwankungen weniger betroffen als die meisten anderen Branchen. Im Krisenjahr 2009 ging das Umsatzvolumen des Einzelhandels in Deutschland nur um 1,6% zurück, während das Bruttoinlandsprodukt um 5% schrumpfte, die Erholung in 2010 fiel mit 2,6% dagegen sehr ordentlich aus. Das Bruttoumsatzvolumen des Einzelhandels (ohne Kfz-Handel, Tankstellen, Brennstoffhandel und Apotheken) belief sich 2010 auf rund € 402,3 Mrd.

Grafik 07: Veränderung der Einzelhandelsnettoumsätze in Deutschland 2000 bis 2010 jeweils ggü. Vorjahr



Quelle: destatis, HDE

**Unterschiedliche Treiber  
für Investitionen**

Über die weitere konjunkturelle Entwicklung und auch über die Entwicklung der IT-Budgets im Handel besteht eine zweifelsohne eine gewisse Unsicherheit, jedoch haben sich auch in konjunkturell schweren Zeiten die IT-Budgets im Handel zuletzt über der Quote von 1% des Umsatzes gehalten. Neben dem Effekt des sich auflösenden Investitionsstaus, der sich insbesondere bei günstigem konjunkturellem Umfeld bemerkbar macht, sind es in schwieriger Zeit die Themen „Prozessoptimierung“ und „Kundenbindung“, die als Investitionsgrundzugkraft entfalten. Für Softwarelösungen gilt dies in besonderem Maße.

**Stärken der GK/Retail-  
Lösung liegen in der  
technischen Integration  
und dem  
Echtzeitzugriff...**

Die Java-basierte GK/Retail-Lösung bietet den Kunden maximale Wahlfreiheit. Die Lösung ist unabhängig von bestimmter Hardware oder Betriebssystemen, SOA-fähig (SOA=Software-oriented Architecture) und verfügt über Schnittstellen zu allen wichtigen anderen Softwaresystemen. Handelsunternehmen bleiben somit frei in der Wahl ihrer Hardwarelieferanten und können selbst alte Peripheriegeräte relativ mühelos in das neue System integrieren. In der einfachen An- und Einbindung von Fremdsystemen besteht eine wichtige Alleinstellung der GK Lösung, die ideal ist, um die Informationsflüsse in dezentralen Strukturen zu leiten und



**... nur real-time  
Systeme ermöglichen  
schnelle und  
qualifizierte  
Entscheidungen**

**Zuschnitt auf SAP –  
Infrastrukturlösungen  
als Brücke**

Prozesskosten einzusparen. Für letzteres ist auch der GK/Retail Lean Store Server verantwortlich, der die Hardwarestrukturen filialseitig verschlankt und dadurch hilft, Wartungskosten einzusparen.

Ein weiterer wesentlicher Vorteil der GK-Lösung ist, dass die Filialdaten in Echtzeit erfasst werden. Früher wurden Filialdaten in regelmäßigen Abständen erfasst, etwa durch Überspielen der Daten einmal pro Woche/Tag. Mit GK/Retail sind die Daten sofort in der Konzernzentrale verfügbar. Die Echtzeiterfassung ermöglicht eine Effizienzoptimierung bei Prozessen und Lagerhaltung, zudem sind die Echtzeitdaten die bessere Basis für Business Intelligence Auswertungen. Mit einer neuen auf der EuroCIS vorgestellten Funktion ist es den Filialen künftig auch möglich, die Echtzeitbestände anderer Filialen einzusehen und eine Umlagerung knapper Waren aktiv anzustoßen. Dies sorgt für effizientere Lagerhaltung, niedrigere Kapitalbindung und letztlich eine bessere Warenverfügbarkeit und damit höhere Kundenzufriedenheit. Nachfolgend sind die Lösungen der GK/Retail Suite im Einzelnen dargestellt und charakterisiert.

GK SOFTWARE hat jüngst seine Produktstruktur angepasst, um sich noch besser an die gemeinsame Lösungswelt mit SAP anzupassen. Die Lösungswelt der GK SOFTWARE basiert dabei weiterhin auf zwei Lösungssäulen: Store Operations (Kassenlösungen) und StoreWeaver Enterprise Edition (Infrastrukturlösungen). Insbesondere die Infrastrukturlösungen schlagen eine wertvolle Brücke zur ERP-Welt von SAP, da sie eine Integration der Peripheriegeräte erlauben. Den Kunden können so IT-Systeme wie aus einem Guss angeboten werden. Nachfolgend haben wir die Lösungen und Module der SAP beschrieben.

Tabelle 07: Produktübersicht

**Produktgruppe/Produkt****Store Operations**

GK/Retail POS  
(wird von SAP unter dem Namen „GK point-of-sale from SAP“ vertrieben)

GK/Retail Taskmanagement

GK/Retail Open Scale

GK/Retail Lean Store Server

GK/Retail Enterprise Storemanager

GK/Retail Enterprise Cockpit

GK/Retail Enterprise Promotions Management

GK/Retail Stored Value Server

GK/Retail Digital Content Management

GK/Retail Sales Cockpit

**StoreWeaver Enterprise Edition**

GK/Retail Store Device Control  
(wird von SAP unter dem Namen „GK store device control software from SAP“ vertrieben)

GK/Retail Mobile  
Warenwirtschaftliche Prozesse  
(wird von SAP unter dem Namen „GK offline mobile handheld application from SAP“ vertrieben)

**SQRS-Lösungswelt****Beschreibung**

Umfasst aufeinander abgestimmte, aber individuell nutzbare Lösungen für den Einsatz in Filialen und Zentralen von Einzelhändlern für Prozesse in Lager, Kasse, Regal und Backoffice

Marktführende Lösung für den Betrieb von Kassensystemen; sichere Abwicklung aller Prozesse an der Kasse und Backoffice-Fkt. für Geldwirtschaft, Filialverwaltung und Berichtswesen; Einsatz in mobilen Geräten oder Self-Check-Systemen ist möglich

Gewährleistet die automatische, kontrollierte und gleichzeitige Verbreitung von Informationen (etwa Ankündigungen oder Warenrückrufe); Einsatz ist auch auf mobilen Endgeräten möglich

Offene, plattformunabhängige Lösung, die auf jeder modernen PC-Waage eingesetzt werden kann; Entwicklungspartner ist Bizerba

Ermöglicht die Zentralisierung aller Backoffice-Server, hierdurch werden IT-Systeme aus der Filiale in die Zentrale verlagert und Wartungs- und Servicekosten deutlich reduziert; GK ist in diesem Themenfeld weltweit führend

Marktführend in der Administration, Steuerung und techn. Überwachung internationaler Filialnetze; dies bildet eine wichtige Alleinstellungsmerkmal der GK Lösungen

Schneller Überblick über technische und fachliche Kennzahlen, Echtzeitauswertung von Vertriebsdaten, Transparenz bezogen auf Systemzustände und zentrale betriebswirtschaftliche Daten

Komplettlösung für Anlage, Verwaltung und Durchführung von Promotionen und Aktionen (Rabatte, Kundenkartensysteme, Coupons, etc.)

Zentrale Datenbank zu allen Gutscheinaktionen; Abwicklung aller Prozesse rund um die Gutscheinabwicklung wird übernommen

Übernimmt die Verteilung multimedialer Inhalte (Bilder, Videos, Texte) auf unterschiedliche Ausgabegeräte

Bereitet vertriebsrelevante Kennzahlen für die unterschiedlichen Managementebenen in Echtzeit auf; auf mobilen Endgeräten nutzbar

Umfasst die Leistungskomponenten Store Device Control und Mobile Filialprozesse. Obwohl eng verknüpft mit den „Store Operations“-Lösungen, kann die Lösung auch völlig unabhängig davon genutzt werden

Zur End-to-end-Anbindung der gesamten Filialperipherie. Automatische Datenverteilung auf alle Geräte aus dem SAP-System; gewährt sichere, aktuelle Stammdaten (z.B. Preise) und stellt Versorgung der zentralen Systeme mit Bewegungsdaten (z.B. Abverkaufsdaten) sicher

Für alle filialwarenwirtschaftlichen Prozesse (z.B. Etikettendruck, Disposition, Inventur, Wareneingang), die auf mobilen Geräten verfügbar sind. End-to-end-Anbindung der Filialen an die Zentrale (Near-Realtime)

Wurde im Zuge der Solquest-Übernahme erworben, soll in die GK Lösungen einfließen und nicht mehr als eigenständige Lösung weiterentwickelt werden

Quelle: GK SOFTWARE AG

**Lean Store Manager und Enterprise Storemanager sorgen für Alleinstellung im Markt**

**Wettbewerbsdruck sorgt für Investitionsbereitschaft im Handel**

**GK/Retail als lernende Lösung...**

**...Projekterfahrung eine entscheidende Eintrittsbarriere**

**Deutschland: Etwa 10% des durch GK potenziell adressierbaren Marktes besetzt – GK wächst schneller als die Wettbewerber**

**Wettbewerber sind spezialisierte Softwarehersteller und international aufgestellte Anbieter**

Zwei Lösungsmodule sind besonders hervorzuheben: Der GK/Retail Lean Store Server und der GK/Retail Enterprise Storemanager. Bei der durch den Lean Store Server geleisteten Zentralisierung aller Backoffice-Server ist GK SOFTWARE weltweit führend. Da die Lösung mit erheblichen Kosteneinsparungen einhergeht, ist sie beim Vertrieb ein wesentliches Argument. Ähnlich liegt der Fall beim GK/Retail Enterprise Storemanager: Die Möglichkeit einer sogar länderübergreifenden Filialsteuerung ist ein weiteres Alleinstellungsmerkmal der GK SOFTWARE.

Da der Wettbewerbsdruck gerade im Handel besonders hoch ist, können es sich Handelsketten kaum erlauben, längere Zeit auf von der Konkurrenz genutzte Features zu verzichten. Dies können beispielsweise bestimmte Kundenbindungsprogramme, Couponaktionen der Hersteller oder der Einsatz von Analyse-Tools sein. Die verwendete Kassenslösung muss in der Lage sein, diese Anforderungen abzubilden und etwa neu aufgelegte Kundenbindungsprogramme (wie Treuprämien, Bonuskarten oder Rabattgutscheine) abbilden können.

Neue Kunden bieten GK immer auch die Chance Branchenwissen zu vertiefen. Besondere Bedeutung kommt den ersten Kunden eines zuvor noch nicht bearbeiteten Segments zu, da im Zuge dieser Erstprojekte die Standardlösung GK/Retail um Features erweitert wird. Die Standardlösung der GK lernt also mit neuen Projekten. Erfolgreiche Branchenprojekte haben eine Signalwirkung und dürften ursächlich sein, dass GK gerade bei den Lebensmittel/-discountern (Lidl, Netto, Plus und EDEKA) mittlerweile über einen sehr hohen Marktanteil verfügt. Aber auch die Segmente Mode (ESCADA, Ludwig Beck), Buchhandelsketten (Thalia), Parfümerien (Douglas) und Baumärkte (Hornbach) hat GK SOFTWARE besetzt.

Projekterfahrung und damit verbunden die Kenntnis der Kundenbedürfnisse und Prozesse sind neben einer erfolgreichen Forschungs- und Entwicklungstätigkeit die entscheidenden Markteintrittsbarrieren. Daneben ist die durch erfolgreiche Projekte erworbene Reputation wichtig bei der Neukundenakquise.

### **Marktsegmente und Wettbewerber**

In Jahr 2010 hatte GK SOFTWARE in Deutschland einen Marktanteil von ca. 10% bezogen auf den potenziell adressierbaren Markt. Eine genaue Marktabgrenzung ist schwierig, da in den Projekten im Allgemeinen viel mit spezialisierten Partnern gearbeitet wird. Wir gehen jedoch davon aus, dass GK deutlich schneller wächst als die Wettbewerber und der relevante Gesamtmarkt. Während für die Wettbewerber aus der Peer-Gruppe (exkl. Wincor Nixdorf) jährliche Wachstumsraten von knapp über 10% prognostiziert werden, gehen wir bei GK SOFTWARE von rund durchschnittlich 18% p.a. aus.

Zu den Wettbewerbern zählen international aufgestellte Unternehmen ebenso wie in Nischen spezialisierte Softwareunternehmen. Als international aufgestellte Unternehmen im Bereich IT für den Handel sind NCR, IBM und Wincor Nixdorf zu nennen, die ursprünglich auf die Hardware für den Handel und andere Branchen ausgerichtet waren und heute verstärkt ein IT-Dienstleistungsportfolio bereitstellen. GK war dagegen seit der Gründung Anfang der 90er Jahre immer klar als Softwareunternehmen positioniert.

**Auch regionale Spieler  
sind weiter im Markt für  
Kassensysteme aktiv...**

**...ebenso wie viele  
(kleinere) Spezialisten  
und Nischenanbieter**

**USA als größter  
Endmarkt –  
Wachstumspotenzial in  
den Schwellenländern**

Neben den großen, global agierenden Unternehmen sind auch kleinere Unternehmen im europäischen Markt für Kassensysteme aktiv. DdD aus Dänemark ist seit über 20 Jahren auf den Bereich Mode-Einzelhandel ausgerichtet und verfügt vorwiegend über Referenzkunden aus den Bereichen Kleidung/ Schuhe/Schmuck. Nach eigenen Angaben hat das Unternehmen 800 Kunden in zehn Ländern. Referenzkunden sind ESPRIT, Saint Tropez, Royal Copenhagen, PUB, BERTONI. Wir gehen davon aus, dass die Kunden der DdD überwiegend kleinere Filialisten sind und es daher wenig direkten Wettbewerb zu GK SOFTWARE geben dürfte, die u.a. Ludwig Beck als Referenz im Modesegment führt. Die TCPOS AG aus der Schweiz adressiert die Bereiche Gastronomie (Hotel, Catering) sowie den Einzelhandel. Als Referenzen geführt werden Clarins (Paris), Del Maitre, Elizabeth Arden und Nestlé Shop.

Eher nicht als direkte Wettbewerber werden beispielsweise die Kassenlösungen der DICOM Dischinger Computer GmbH (vor allem Getränkefachgroßhandel, Getränkeabholmärkte und Weinhandel), die sehr kleine Micro Systems (Ticketing für Museen, Zoos, Galerien) oder die ABACUS Retail GmbH (ebenfalls Ticketing) wahrgenommen. Die Vielzahl der Anbieter zeigt aber, dass der Markt für Kassensysteme noch recht fragmentiert ist und es zahlreiche Spezialisten und Nischenanbieter gibt. Mit dem generalistischen Ansatz und der Infrastruktureinbindung besitzt GK SOFTWARE gegenüber diesen Wettbewerbern klare Abgrenzungsmerkmale.

#### **Endkundenmärkte**

Wichtigster Markt ist die USA, wo fünf der zehn größten Handelsketten angesiedelt sind. Probleme in den USA, die einen Wandel im Konsumentenverhalten offenbaren, und in Großbritannien, haben viele Handelsketten bewegt sich nach neuen Märkten umzusehen. Auch im Handel rücken die wachstumsstarken Schwellenländer ins Blickfeld, neben den BRIC-Staaten sind hier auch osteuropäische Staaten zu nennen. Viele europäische Handelsketten haben sich bereits in den vergangenen Jahren in Richtung Osteuropa orientiert.

Tabelle 08: Die 250 größten Handelsketten 2010 (Auszug)

	<b>Handelskette (Segment)</b>	<b>Heimatland (vertreten in ... Staaten)</b>	<b>Umsatz (Retail) in Mrd. US-\$ (2008)</b>	<b>CAGR 2003- 2008 (Retail)</b>
1	Wal-Mart Stores Inc. (Hypermarket/Superstore)	USA (15)	401,2	9,4%
2	Carrefour S.A. (Hypermarket/Superstore)	F (36)	128,0	4,3%
3	<b>Metro AG</b> (*1) (Cash&Carry/Warehouse Club)	<b>D (32)</b>	99,0	4,8%
4	Tesco plc (Hypermarket/Superstore)	GB (13)	96,2	12,0%
5	<b>Schwarz Unter- nehmens Treuhand KG</b> (*2) (Discount Store)	<b>D (24)</b>	80,0	12,3%
6	The Kroger Company (Supermarket)	USA (1)	76,0	7,2%
7	The Home Depot, Inc. (Home Improvement)	USA (7)	71,3	1,9%
8	Costco Wholesale Corp. (Cash&Carry/Warehouse Club)	USA (8)	71,0	11,2%
9	Aldi GmbH (Discount Store)	D (18)	66,1	5,1%
10	Target Corp. (Discount Department Store)	USA (1)	62,9	6,1%
19	<b>Edeka</b> <b>Zentrale AG</b> (*3) (Supermarket)	<b>D (1)</b>	47,4	4,9%
52	<b>Coop Group (Schweiz)</b> (Supermarket)	<b>Schweiz (1)</b>	15,6	4,8%
105	<b>X5 Retail Group</b> (Discount Store)	<b>Russland (3)</b>	8,3	n.m.
170	<b>Douglas Holding AG</b> (Speciality)	<b>D (24)</b>	4,7	6,9%
206	<b>HORNBACH</b> <b>Baumarkt AG</b> (Home Improvement)	<b>D (9)</b>	3,8	4,8%

Quelle: Deloitte „Global Powers of Retailing 2010“  
(\*1) Galeria Kaufhof ist GK Referenzkunde; (\*2) Lidl; (\*3) Edeka, Netto  
und Plus

In der vorangestellten Übersicht der größten Handelsketten haben wir die Ketten hervorgehoben, die zumindest mit einer Tochtergesellschaft Referenzkunde bei der GK Software sind. Im Falle der Metro ist dies z.B. die Tochter Galeria Kaufhof. Die Aufstellung zeigt, dass GK SOFTWARE bereits eine gute Bekanntheit und namhafte Referenzen unter den großen Handelsketten besitzt, andererseits aber insbesondere international noch über sehr viel Potenzial verfügt.

## Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>15,029</b>	<b>23,277</b>	<b>27,690</b>	<b>32,191</b>	<b>37,339</b>	<b>45,656</b>
Bestandsveränderungen	-1,260	-0,873	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktiviertete Eigenleistungen	0,815	1,067	0,649	1,046	1,213	1,483
Sonstige betriebliche Erträge	0,424	0,826	1,368	1,657	1,922	2,350
<b>Gesamtleistung</b>	<b>15,008</b>	<b>24,296</b>	<b>29,706</b>	<b>34,893</b>	<b>40,474</b>	<b>49,489</b>
Materialaufwand	-0,514	-0,561	-1,540	-1,072	-1,243	-1,064
<b>Rohergebnis</b>	<b>14,494</b>	<b>23,735</b>	<b>28,166</b>	<b>33,822</b>	<b>39,231</b>	<b>48,426</b>
Personalaufwand	-8,047	-12,117	-14,840	-18,996	-22,034	-27,382
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-2,954	-5,448	-5,344	-6,588	-7,642	-9,269
<b>EBITDA</b>	<b>3,493</b>	<b>6,171</b>	<b>7,982</b>	<b>8,238</b>	<b>9,555</b>	<b>11,775</b>
Abschreibungen/Amortisation	-0,719	-1,281	-1,548	-1,800	-2,087	-2,187
<b>EBIT</b>	<b>2,775</b>	<b>4,890</b>	<b>6,435</b>	<b>6,438</b>	<b>7,468</b>	<b>9,588</b>
Finanzergebnis	0,090	0,143	-0,128	0,116	0,151	0,161
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>2,864</b>	<b>5,033</b>	<b>6,307</b>	<b>6,554</b>	<b>7,619</b>	<b>9,749</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,830	-1,516	-1,836	-1,904	-2,214	-2,833
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>2,034</b>	<b>3,517</b>	<b>4,471</b>	<b>4,650</b>	<b>5,405</b>	<b>6,916</b>
Bereinigungen	0,000	0,984	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	2,034	4,501	4,471	4,650	5,405	6,916
Gewichtete Anzahl Aktien	1,665	1,665	1,790	1,790	1,790	1,790
<b>EPS</b>	<b>1,22</b>	<b>2,11</b>	<b>2,50</b>	<b>2,60</b>	<b>3,02</b>	<b>3,86</b>
EPS bereinigt	1,22	2,70	2,50	2,60	3,02	3,86
DPS	0,00	1,00	0,50	0,56	0,65	0,80

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % des Umsatzes	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Gesamtleistung	99,9	104,4	107,3	108,4	108,4	108,4
Materialaufwand	-3,4	-2,4	-5,6	-3,3	-3,3	-2,3
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>96,4</b>	<b>102,0</b>	<b>101,7</b>	<b>105,1</b>	<b>105,1</b>	<b>106,1</b>
Personalaufwand	-53,5	-52,1	-53,6	-59,0	-59,0	-60,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-19,7	-23,4	-19,3	-20,5	-20,5	-20,3
<b>EBITDA</b>	<b>23,2</b>	<b>26,5</b>	<b>28,8</b>	<b>25,6</b>	<b>25,6</b>	<b>25,8</b>
Abschreibungen/Amortisation	-4,8	-5,5	-5,6	-5,6	-5,6	-4,8
<b>EBIT</b>	<b>18,5</b>	<b>21,0</b>	<b>23,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>	<b>21,0</b>
Finanzergebnis	0,6	0,6	-0,5	0,4	0,4	0,4
A.o. Ergebnis vor Steuern	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>19,1</b>	<b>21,6</b>	<b>22,8</b>	<b>20,4</b>	<b>20,4</b>	<b>21,4</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-5,5	-6,5	-6,6	-5,9	-5,9	-6,2
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoergebnis</b>	<b>13,5</b>	<b>15,1</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>	<b>15,1</b>
Bereinigungen	-	4,2	-	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	13,5	19,3	16,1	14,4	14,5	15,1

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Bilanz

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>4,226</b>	<b>12,743</b>	<b>13,166</b>	<b>14,248</b>	<b>15,103</b>	<b>15,714</b>
Imm. Vermögensgegenstände	1,633	9,333	9,116	8,697	8,092	7,652
Sachanlagen	2,593	3,410	4,050	5,551	7,011	8,061
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>15,382</b>	<b>19,242</b>	<b>31,110</b>	<b>33,651</b>	<b>37,270</b>	<b>42,516</b>
Vorräte	0,738	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	3,023	5,846	14,110	9,740	11,298	13,815
Sonstige Forderungen	2,765	2,759	3,558	3,558	3,558	3,558
Kasse und Wertpapiere	8,855	10,637	13,442	20,353	22,414	25,143
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,018</b>	<b>0,390</b>	<b>0,529</b>	<b>0,529</b>	<b>0,529</b>	<b>0,529</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>19,626</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>48,428</b>	<b>52,902</b>	<b>58,758</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>11,782</b>	<b>15,300</b>	<b>24,332</b>	<b>28,086</b>	<b>32,491</b>	<b>38,244</b>
Rücklagen	11,782	15,300	24,332	28,086	32,491	38,244
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,847</b>	<b>0,847</b>	<b>0,921</b>	<b>0,937</b>	<b>0,954</b>	<b>0,972</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,803</b>	<b>14,953</b>	<b>17,060</b>	<b>16,913</b>	<b>16,966</b>	<b>17,051</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,256	6,724	5,983	5,983	5,983	5,983
Verbindlichkeiten aus LuL	0,526	0,774	0,476	0,329	0,381	0,466
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	4,021	7,455	10,601	10,601	10,601	10,601
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>1,193</b>	<b>1,276</b>	<b>2,491</b>	<b>2,491</b>	<b>2,491</b>	<b>2,491</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>19,626</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>48,428</b>	<b>52,902</b>	<b>58,758</b>

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % der Bilanzsumme	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>21,5</b>	<b>39,4</b>	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>	<b>28,5</b>	<b>26,7</b>
Imm. Vermögensgegenstände	8,3	28,8	20,3	18,0	15,3	13,0
Sachanlagen	13,2	10,5	9,0	11,5	13,3	13,7
Finanzanlagen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>78,4</b>	<b>59,4</b>	<b>69,4</b>	<b>69,5</b>	<b>70,5</b>	<b>72,4</b>
Vorräte	3,8	-	-	-	-	-
Forderungen aus LuL	15,4	18,1	31,5	20,1	21,4	23,5
Sonstige Forderungen	14,1	8,5	7,9	7,3	6,7	6,1
Kasse und Wertpapiere	45,1	32,9	30,0	42,0	42,4	42,8
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>60,0</b>	<b>47,3</b>	<b>54,3</b>	<b>58,0</b>	<b>61,4</b>	<b>65,1</b>
Rücklagen	60,0	47,3	54,3	58,0	61,4	65,1
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Rückstellungen</b>	<b>4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>29,6</b>	<b>46,2</b>	<b>38,1</b>	<b>34,9</b>	<b>32,1</b>	<b>29,0</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,4	20,8	13,4	12,4	11,3	10,2
Verbindlichkeiten aus LuL	2,7	2,4	1,1	0,7	0,7	0,8
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	20,5	23,0	23,7	21,9	20,0	18,0
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>6,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,4	5,7	1,7	10,7	6,0	6,7
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,6	-9,4	-2,7	-2,9	-2,9	-2,8
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	7,1	5,5	3,8	-0,9	-1,0	-1,2
Veränderung der Zahlungsmittel	5,9	1,8	2,8	6,9	2,1	2,7
Flüssige Mittel am Ende der Periode	8,9	10,6	13,4	20,4	22,4	25,1

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH



## Kennzahlen\*

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	28,31	38,30	89,50	69,81	69,81	69,81
Enterprise Value (in Euro Mio.)	20,71	34,38	82,04	55,44	55,44	55,44
EV/Umsatz	1,38	1,48	2,96	1,72	1,48	1,21
EV/EBITDA	5,93	4,81	10,28	6,73	5,80	4,71
EV/EBIT	7,46	5,85	12,75	8,61	7,42	5,78
KGV (berichtet)	13,92	10,89	20,02	15,01	12,92	10,09
KGV (bereinigt)	13,92	8,51	20,02	15,01	12,92	10,09
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	9,36	7,98	15,13	10,80	9,30	7,65
Kurs/Buchwert	2,40	2,50	3,68	2,49	2,15	1,83
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	23,2%	30,7%	28,8%	25,6%	25,6%	25,8%
EBIT-Marge	18,5%	25,2%	23,2%	20,0%	20,0%	21,0%
Vorsteueremarge	19,1%	25,8%	22,8%	20,4%	20,4%	21,4%
Nettomarge	13,5%	19,3%	16,1%	14,4%	14,5%	15,1%
Free-Cash-Flow-Marge	12,0%	n.m.	10,6%	11,1%	12,2%	13,9%
ROE	29,3%	33,2%	22,6%	17,7%	17,8%	19,6%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	79,7	80,0	75,7	75,5	75,0	82,6
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	10,8	15,5	12,2	10,9	10,9	12,5
Anzahl Mitarbeiter	189	291	366	426	498	552
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	60,0%	47,3%	54,3%	58,0%	61,4%	65,1%
Gearing	-64,1%	-25,3%	-29,3%	-49,9%	-49,4%	-49,1%
Dividendenrendite	0,0%	4,3%	1,0%	1,4%	1,7%	2,1%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	1,82	2,88	3,30	3,61	4,20	5,10
Free-Cash-Flow pro Aktie	1,09	-2,41	1,64	2,00	2,55	3,53
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	4,8%
Capex/Umsatz	8,1%	37,8%	10,8%	9,0%	7,9%	6,1%
Working Capital/Umsatz	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	29,0%	30,1%	29,1%	29,1%	29,1%	29,1%

\*Basierend auf bereinigten Zahlen

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH**  
**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst,**  
**und Michael Vara, Analyst und Geschäftsführer der Vara Research GmbH**

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

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

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	29.10.2009	Kaufen	€ 37,75
GK SOFTWARE AG	14.12.2009	Halten	€ 38,60
GK SOFTWARE AG	02.02.2010	Halten	€ 40,10
GK SOFTWARE AG	22.04.2010	Halten	€ 50,85
GK SOFTWARE AG	21.06.2010	Halten	€ 50,85
GK SOFTWARE AG	08.09.2010	Halten	€ 56,95
GK SOFTWARE AG	02.12.2010	Halten	€ 56,00
GK SOFTWARE AG	19.01.2011	Halten	€ 55,70
GK SOFTWARE AG	16.05.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	20.06.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	16.08.2011	Kaufen	€ 50,90
GK SOFTWARE AG	08.09.2011	Kaufen	€ 52,70

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

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

Die Vara Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

**(14.11.2011)**

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

**(Schlusskurse vom 10.11.2011)**

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und der ICF Kursmakler AG eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.**

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

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

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

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von Vara Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.