

17. Mai 2016
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

GK Software AG

Internationales Geschäft gewinnt
an Schwung

Urteil: **Speculative Buy** (unverändert) | Kurs: **42,835 Euro** | Kursziel: **54,20 Euro**

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

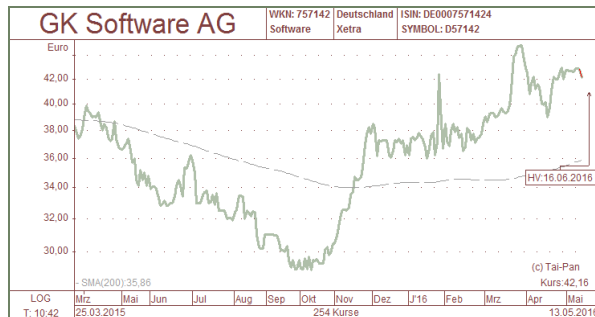
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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

Inhaltsverzeichnis

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

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	739
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	42,835 Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	1,89 Mio. Stück
Market Cap:	81,0 Mio. Euro
Enterprise Value:	88,3 Mio. Euro
Free-Float:	44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	45,85 / 28,90 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M):	45,1 Tsd. Euro

Kurzportrait

GK Software ist auf dem besten Weg, sich im Windschatten von SAP in kurzer Zeit vom deutschen Marktführer für Einzelhandelssoftware zu einem global führenden Anbieter zu entwickeln. Mit den zahlreichen ausländischen Neukunden sowie mit der Übernahme der Retail-Sparte von DBS in den USA haben die Sachsen diesbezüglich im letzten Jahr deutliche Fortschritte erzielt. Allerdings sind diese Fortschritte ergebnisseitig noch teuer erkaufte. Aufgrund des raschen quantitativen und regionalen Wachstums der Organisation kämpft das ehemals hochprofitable Unternehmen derzeit mit Profitabilitätsproblemen im Bestandsgeschäft und musste im letzten Jahr trotz des Rekordvolumens an Lizenzerlösen erneut einen Verlust ausweisen. Wir halten diese Probleme zwar nicht für banal, aber doch für lösbar, und unterstellen deswegen im Rahmen unseres Schätzmodells weiteres Umsatzwachstum und eine schrittweise verbesserte Profitabilität. Auf dieser Grundlage resultiert aus unserem Modell ein fairer Wert von 54,20 Euro je Aktie, der in Kombination mit der erhöhten Schätzunsicherheit weiterhin das Rating „Speculative Buy“ rechtfertigt.

GJ-Ende: 31.12.	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Umsatz (Mio. Euro)	42,5	44,6	62,6	72,0	80,6	88,3
EBIT (Mio. Euro)	1,0	-3,0	-1,3	2,0	5,0	7,2
Jahresüberschuss	0,6	-1,9	-1,5	0,9	3,0	4,9
EpS	0,34	-1,04	-0,79	0,47	1,57	2,59
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,50
Umsatzwachstum	49,4%	5,1%	40,3%	15,0%	12,0%	9,5%
Gewinnwachstum	-	-	-	-	235,8%	64,9%
KUV	1,91	1,81	1,29	1,12	1,00	0,92
KGV	134,7	-	-	91,4	27,2	16,5
KCF	44,27	-	36,88	17,49	12,14	10,23
EV / EBIT	84,5	-	-	45,0	17,8	12,2
Dividendenrendite	0,6%	0,6%	0,0%	0,0%	0,6%	1,2%

Executive Summary

- **Starke Marktposition:** GK Software ist ein führender Anbieter von Einzelhandelssoftware. Das Unternehmen zählt mehrere der Branchengrößen zu seinen Kunden, im Lebensmittel-Discounthandel liegt der Marktanteil sogar über 40 Prozent und könnte vor dem Hintergrund der von ALDI Nord kommunizierten Absicht, ebenfalls auf die Lösung von GK Software umzusteigen, noch deutlich zunehmen.
- **Attraktiver Markt:** Entwicklungen wie der Siegeszug des mobilen Internets und das Zusammenwachsen unterschiedlicher Vertriebskanäle (Stichwort Omnichannel) bedeuten für den Einzelhandel weitreichende Umwälzungen, die ohne moderne IT-Strukturen kaum zu bewältigen sind und die deswegen für einen deutlich höheren Bedarf an spezialisierten IT-Lösungen sorgen sollten.
- **Innovations- und Technologieführerschaft:** Seine starke Marktstellung verdankt GK Software dem hohen Innovationsgrad der Software, die einen sehr großen Funktionsumfang mit einer ausgeprägten Modularität und Flexibilität verbindet. Aktuell dürfte vor allem die in diesem Frühjahr eingeführte Omnichannel-Kassenlösung ein sehr starkes Vertriebsargument darstellen.
- **Enge SAP-Partnerschaft:** Die Qualität der GK-Produkte hat auch SAP überzeugt, die die Software seit 2011 an eigene Einzelhandelskunden vertreibt. Inzwischen sind aus der Partnerschaft bereits 30 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen.
- **Sehr starkes Neugeschäft:** Hiervon wurden allein letztes Jahr 14 akquiriert, was GK ein sehr starkes Neugeschäft mit einem Rekordvolumen an den margenstarken Lizenzerlösen beschert hat.
- **Internationalisierungsfortschritte:** Die Abschlüsse stammten fast ausschließlich aus dem Ausland, womit der Anteil des Auslandsgeschäfts deutlich ausgeweitet wurde. Darüber hinaus konnte GK Software mit der letztjährigen Übernahme der Retail-Sparte von DBS die Positionierung in den USA in mehrfacher Hinsicht deutlich verbessern.
- **Profitabilitätsprobleme im Bestandsgeschäft:** Obwohl das hohe Wachstum der Lizenzerlöse im Geschäftsjahr 2015 eine deutliche Ergebnisverbesserung ermöglicht hat, kämpft GK Software in Folge der in den letzten Jahren massiv ausgebauten Organisation weiterhin mit Profitabilitätsproblemen im Bestandsgeschäft. Diese haben das vormals sehr profitable Unternehmen in den letzten zwei Jahren in die roten Zahlen rutschen lassen, auch für 2016 ist ein Jahresfehlbetrag nach Aussage von GK Software möglich.
- **Die Richtung stimmt:** Die aktuellen Profitabilitätsprobleme sind ein ärgerlicher Nebeneffekt der forcierten Transformation vom deutschen Marktführer zu einem globalen SAP-Partner, mit der GK Software in vergleichbar kurzer Zeit in eine ganz andere Dimension vorstoßen will und bereits erfolgreich vorstößt. Auch wenn die Herausforderung, das hohe Wachstum in profitablere Bahnen zu lenken, alles andere als banal ist, halten wir den eingeschlagenen Kurs für richtig und erwarten für die Zukunft wieder steigende Margen. Auf dieser Basis bietet die Aktie nach unserer Einschätzung Kurspotenzial bis 54,20 Euro, unser Rating bleibt somit weiterhin „Speculative Buy“.

SWOT-Analyse

Stärken

- Führender Anbieter spezialisierter Software für den Einzelhandel mit einer breiten und renommierten Kundenbasis.
- Technologie- und Innovationsführerschaft.
- Umfassende Partnerschaft mit SAP, die mit einer Kapitalbeteiligung und einem Vorkaufsrecht unterlegt ist und aus der bereits 30 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen sind.
- Zahlreiche Abschlüsse im Ausland haben ein sehr starkes Neugeschäft im letzten Jahr ermöglicht.
- Durch die DBS-Transaktion wurde die Positionierung in den USA deutlich verbessert.
- Die Unternehmensentwicklung ist von hohem Umsatzwachstum geprägt.

Chancen

- Hoher Kostendruck und technologischer Wandel im Einzelhandel (Stichwort Omnichannel) dürften den Bedarf an modernen IT-Lösungen deutlich erhöhen, zumal die Systeme im deutschen Einzelhandel im Durchschnitt veraltet sind.
- Die gestärkte Position in den USA dürfte das Wachstum auf dem wichtigsten Einzelhandelsmarkt der Welt beflügeln.
- Die seit 2014 verbesserte Lage des Einzelhandels könnte die Investitionsbereitschaft beleben, allein die angekündigte Beauftragung durch ALDI Nord könnte für einen kräftigen Schub sorgen.
- Die Vertriebskraft der wichtigsten Wettbewerber in Deutschland dürfte aktuell aus unternehmensindividuellen Gründen geschwächt sein.
- Die Vertriebspipeline (eigene und beim Partner SAP) ist weiterhin gut gefüllt.
- Die enge Partnerschaft mit SAP sorgt für Übernahmephantasie.

Schwächen

- Trotz der Internationalisierungsschritte ist das Geschäft stark vom deutschen Einzelhandel abhängig.
- Hohes Gewicht von einzelnen Großkunden und von Großprojekten.
- Die Kosten der internationalen Expansion überwiegen bisher noch die Erlöse der zusätzlichen Kundengewinnung, im Bestandsgeschäft steht die Trendwende der Profitabilitätsentwicklung noch aus.
- Das letzte Jahr blieb trotz der hohen Lizenzerlöse ergebnisseitig hinter unseren Erwartungen, ein weiteres Verlustjahr wird vom Management für 2016 nicht ausgeschlossen.

Risiken

- Die Bemühungen um die Verbesserung der Profitabilität könnten scheitern und umfassendere Maßnahmen erforderlich machen.
- Die Investitionszurückhaltung des deutschen Einzelhandels dauert länger als anfänglich angenommen und könnte weiter anhalten.
- Eine unerwartete Schwäche des Neugeschäfts hätte angesichts der Profitabilitätsprobleme im Bestandsgeschäft einen deutlichen Verlust zu Folge.
- Die erhöhte Komplexität der Kundenprojekte sorgt für steigende Kosten und für ein erhöhtes Risiko negativer Projektentwicklungen.
- Probleme bei einem Großprojekt oder der Verlust eines Großkunden würden sich spürbar auf die Umsatz- und vor allem auf die Gewinnzahlen auswirken.
- Eine Expansion in den USA ist für deutsche Unternehmen erfahrungsgemäß mit erhöhten Kosten und Risiken verbunden.

Profil

Spezialist für Einzelhandelssoftware

Die in Schöneck im Vogtland ansässige GK Software AG, ein führender Anbieter von Softwarelösungen für den Filialeinzelhandel, wurde 1990 als G&K Datensysteme GmbH gegründet. Der Formwechsel in die AG und die Umbenennung folgten 2001, seit 2008 ist das Unternehmen im Prime Standard der Deutschen Börse notiert. Die beiden Gründer, Rainer Gläß und Stephan Kronmüller, deren Initiale den Unternehmensnamen bilden, sind in der Gesellschaft weiter aktiv, Rainer Gläß als Vorstandsvorsitzender und Stephan Kronmüller als Mitglied des Group Management Boards und als Leiter der Forschungsabteilung. Insgesamt beschäftigt der Konzern derzeit rund 739 Mitarbeiter.

Großer Programmierstandort in Tschechien

Diese verteilen sich im Wesentlichen auf die AG selbst sowie auf sieben hundertprozentige Töchter, die insgesamt elf Standorte unterhalten. Der größte Standort ist mit 236 Beschäftigten der Firmensitz in Schöneck, wo unter dem Dach der Konzernmutter administrative Aufgaben, Produktentwicklung, Projektmanagement und Third-Level-Support angesiedelt sind. Ebenso unter dem Dach der AG angesiedelt ist der Berliner Standort, von dem aus 43 Mitarbeiter die Bereiche Marketing, Vertrieb und Partneraktivitäten betreuen. Eine Schlüsselstellung innerhalb des Geschäftsmodells kommt der Tochter EUROSOFTWARE aus Pilsen zu, die mit ihren 174 Mitarbeitern für einen Großteil der eigentlichen Softwareproduktion sowie für Forschung & Entwicklung verantwortlich ist. Seit diesem Jahr befindet sich zudem ein weiterer Near-Shoring-Standort in Lwiw in der Ukraine im Aufbau, mit dem sich GK-Software die gute Verfügbarkeit von IT-Fachkräften sowie das niedrige Lohnniveau in der westukrainischen Stadt zunutze machen will. Der Schweizer Beteiligung StoreWeaver GmbH (109 Mitarbeiter, davon 105 im saarländischen St. Ingbert) obliegt die Weiterentwicklung der Produktgruppe StoreWeaver EE, während der Schwerpunkt der seit Dezember

2012 zum Konzern dazugehörigen AWEK-Gruppe mit ihren zwei Standorten (Hamburg und Bielefeld) und 125 Mitarbeitern in IT-Serviceleistungen für den Einzelhandel liegt.

Tochtergesellschaften des GK-Software-Konzerns

Gesellschaft	Sitz	Mitarbeiter
EUROSOFTWARE S.R.O.	Pilsen	174
StoreWeaver GmbH	Dübendorf	121
AWEK GmbH	Hamburg	109
AWEK microdata GmbH	Bielefeld	16
GK SOFTWARE USA, INC.	Raleigh, NC	28
GK SOFTWARE AFRICA (PTY), Ltd.	Bryanston	6
OOO GK SOFTWARE RUS	Moskau	2
EUROSOFTWARE-UA LLC*	Lwiw	-

Quelle: Unternehmen; *gegründet 2016, im Aufbau

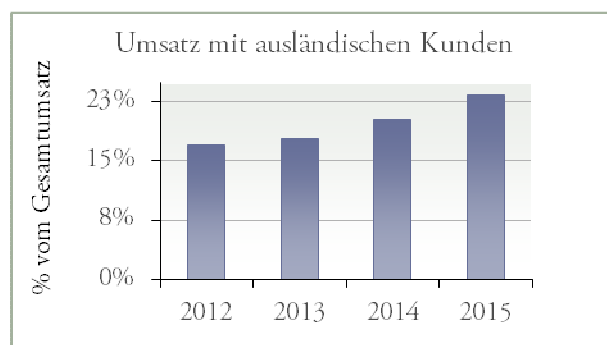
Position in den USA ausgebaut

Zur Erschließung der Märkte in den USA, Afrika und in Russland verfügt GK Software über entsprechende Landes- bzw. Regionalgesellschaften, die vor Ort den Vertrieb und vor allem die Projektumsetzung und den Service übernehmen. Einen besonders großen Fortschritt konnte GK im letzten Jahr in den USA verzeichnen, wo die Sachsen durch die Akquisition des Geschäftsbereiches „Retail“ von der amerikanischen DBS Data Business Systems Inc. (DBS) ihren Mitarbeiterstamm (von 4 auf 28), ihre Kundenbasis und ihren Kundenzugang sowie ihre Projektfähigkeit im amerikanischen Markt auf einen Schlag deutlich verbessert haben. Darüber hinaus verfügt die übernommene Einheit, die in ihrem letzten Geschäftsjahr vor der Übernahme (per Ende August 2014) einen Umsatz von 6,4 Mio. US-Dollar und ein EBITDA von 2,6 Mio. US-Dollar erwirtschaftet hat, über eine umfangreiche Expertise mit der Implementierung der SAP Lösung Triversity, die sukzessive durch die GK-Lösung abgelöst werden

soll. Schließlich erwarb GK mit der Transaktion auch eine Softwarelösung für eine einfache Anbindung an die mehr als 40 wichtigsten Zahlungs- und Kundenbindungssysteme der USA, die somit eine wesentliche Beschleunigung der Implementierungsprojekte ermöglicht.

Klare Marktführerschaft

Mit der Fokussierung auf Software für den Einzelhandel und insbesondere für den Filialeinzelhandel hat sich GK Software inzwischen zu einem führenden Anbieter in diesem Markt entwickelt, in Deutschland ist das Unternehmen die klare Nummer eins. Im bislang von der Gesellschaft hauptsächlich adressierten Marktsegment entfallen nach Firmenangaben 25 Prozent auf das sächsische Unternehmen, im deutschen Lebensmittel-Discounthandel liegt der Anteil sogar über 40 Prozent des relevanten Marktes. Sollte ALDI Nord die im Januar gegenüber der Lebensmittelzeitung geäußerte Absicht, die Kassen- und Filiallösung der GK Software einzusetzen, in die Tat umsetzen, würde sich dieser Anteil noch einmal deutlich erhöhen. Insgesamt zählt GK Software 20 Prozent der globalen Top-50 des Einzelhandels zu seinen Kunden und verfügt über eine weltweite Installationsbasis von 213 Tsd. produktiven Systemen, die sich über 41 Länder verteilen. Die Kundenbasis besteht zwar noch zum größten Teil aus deutschen Einzelhändlern, doch die intensivierten Internationalisierungsbestrebungen haben sich in den letzten drei Jahren in einem deutlich steigenden Anteil der Umsätze mit ausländischen Kunden niedergeschlagen.



Quelle: Unternehmen; ohne Auslandsumsätze mit deutschen Kunden

Erstklassige Referenzen

Entsprechend dem hohen Marktanteil gleicht die Kundenkartei von GK Software dem „Who is who“ des deutschen Einzelhandels. Zu den wichtigsten zählen Galeria Kaufhof, Lidl, Edeka, Fressnapf, Telekom-Shops, Tschibo, Netto, Douglas, Hornbach und die HIT-Märkte in Deutschland. Im europäischen Ausland vertrauen unter anderem die beiden schweizerischen Platzhirsche Migros und die Coop Genossenschaft sowie der führende russische Lebensmittelhändler X5 Retail Group auf die Lösungen von GK Software. Inzwischen hat das Unternehmen auch in Nordamerika Fuß gefasst, wo unter anderem Loblaw, Kanadas größter Einzelhändler, im letzten Jahr als Folgeauftrag die Einführung der mobilen Warenwirtschaftslösung von GK bestellt hat. Insgesamt konnte der Konzern allein im letzten Jahr 15 neue Projekte gewinnen, unter anderem aus den USA, Großbritannien, Russland, Polen, Bulgarien, den Vereinigten Arabischen Emiraten und Mexiko. Die gesamte Kundenliste umfasst aktuell 118 Einträge, von denen 37 auf die im letzten Jahr übernommene Retail-Sparte von DBS entfallen. Den „eigenen“ Bestand konnte GK somit innerhalb eines Jahres von 59 auf 81 erhöhen. Besonders stark ist GK Software dabei in den Segmenten Lebensmittel, Drogerie & Haushalt, Mode & Lifestyle, Bau- und Einrichtungsmärkte sowie Technik & Auto. Hier profitieren die Sachsen auch davon, dass aus früheren Projekten bereits vorkonfigurierte und passgenau zugeschnittene Branchenlösungen hervorgegangen sind, mit denen die Kunden noch genauer bedient werden. Solche Branchenlösungen liegen für die Bereiche Cash & Carry, Warenhäuser, Discount/Food, Facheinzelhandel und Mobilfunkshops vor.

Umfassende Funktionalität

Die starke Marktstellung verdankt GK Software der konsequenten Konzentration auf die Technologie- und Innovationsführerschaft. Das Kernprodukt der Sachsen, die vollständig in JAVA programmierte und deswegen hardware- und betriebssystemunabhängige GK/Retail Business Suite, ist auf die Bedürfnisse weitverzweigter Filialunternehmen zugeschnitten. Sie ermöglicht mit ihrer modularen Infrastruktur die Abdeckung sämtlicher IT-gestützten Prozesse in den

Filialen sowie eine effiziente Kontrolle und Steuerung durch die Unternehmenszentrale. Angefangen mit stationären und mobilen Kassensystemen, über die flexible Handhabung von unterschiedlichsten Rabatt-, Prämien- und Treueaktionen, bis zur Warenwirtschaft und dem zentral gesteuerten Druck von Etiketten und der Einblendung von elektronischer Werbung lässt die GK-Software in punkto Funktionalität kaum einen Wunsch offen. Die besonderen Stärken der Software sind nach Unternehmensangaben gerade ihre gute Integrationsfähigkeit in weit verzweigte Strukturen einerseits und die Möglichkeiten zur Zentralisierung andererseits. So ermöglicht die Software die starke Zentralisierung von Backoffice-Systemen, die früher filialweise vorgehalten werden mussten, und gleichzeitig das zeitnahe Monitoring von tausenden Filialen in unterschiedlichen Ländern und Sprachräumen. Mit dieser Kombination aus weitreichenden Zentralisierungsoptionen und mächtigen Monitoring-Tools verfügt das Unternehmen nach eigenen Angaben über ein weltweites Alleinstellungsmerkmal, das die Software gerade für weitverzweigte Filialketten sehr attraktiv macht. Trotz des großen Funktionsumfangs und der Modulvielfalt weist die Software zudem einen hohen Standardisierungsgrad auf, der eine vergleichsweise rasche Implementierung und verlässliche Kalkulation der Kosten ermöglicht.

Enge SAP-Partnerschaft

Die hohe Qualität und der große Funktionsumfang der GK-Lösungen wurden im Jahr 2011 durch SAP geädelt, die diese seitdem eigenen Kunden aus dem Handelsbereich als Branchenlösung anbietet. Die Partnerschaft wurde in den letzten Jahren sukzessive ausgebaut, inzwischen vertreibt SAP fünf zentrale Elemente der GK/Retail Business Suite auf vier Kontinenten. Zudem wurde für die Kunden, die bisher die Kassenlösung SAP POS/Triversity verwenden, ein Migrationspfad zu der GK-Lösung vorgeschlagen. Für die Sachsen bedeutet die Zusammenarbeit, die auch eine enge Abstimmung in der Entwicklung sowie gemeinsame Messeauftritte umfasst, einen großen Renommeezugewinn, vor allem aber erschließt sich GK Software damit einen sehr potenziellträchtigen Vertriebskanal. Dies gilt insbesondere

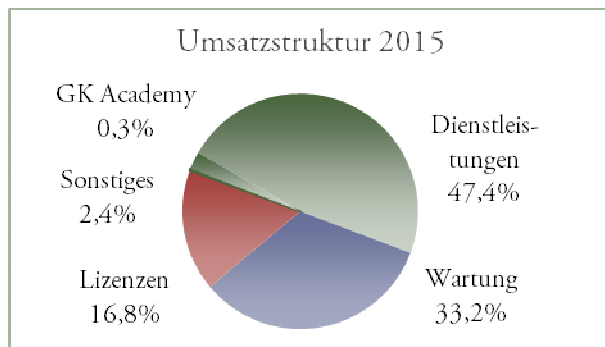
für die ausländischen Märkte, die die Gesellschaft in Eigenregie nicht so intensiv bearbeiten kann wie den deutschen Einzelhandel. Aus der Kooperation sind inzwischen 30 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen, hiervon allein 14 im letzten Jahr. Die große Bedeutung der Partnerschaft auch für SAP wurde im Dezember 2013 unterstrichen, als sich der Walldorfer DAX-Konzern im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit 5,3 Prozent beteiligte und sich darüber hinaus auch ein Vorkaufsrecht für die Anteile der beiden Gründer (zusammen 55,2 Prozent) sicherte.

Komplettangebot

Neben der Software und den dazugehörigen Dienstleistungen wie Beratung, Implementierung, Customizing und Wartung bietet GK Software seit der Übernahme der AWEK-Gruppe im Dezember 2012 auch umfassende IT-Service-Leistungen für Einzelhändler an. Diese umfassen telefonischen Support sowie Vor-Ort-Services, die durch 40 bundesweit verteilte mobile Techniker erbracht werden, und erstrecken sich auf nahezu sämtliche einzelhandelsrelevante Hard- und Softwareprodukte. Mit dem Einstieg in dieses Segment, das im letzten Jahr 19 Prozent der Konzernerlöse erwirtschaftete, hat sich GK Software als Komplettanbieter für die Einzelhandels-IT positioniert und damit sowohl die Wertschöpfungstiefe vergrößert als auch den Marktzugang weiter verbessert.

Schwankende Lizeinahmen

Die Erlösstruktur von GK Software beruht schwerpunktmäßig auf drei Säulen: Lizenzerlöse, Dienstleistungen und Wartung. Eine herausgehobene Stellung spielen dabei die Lizenzerlöse, die besonders margenstark, aber auch besonders schwankungsanfällig und teilweise von einzelnen Abschlüssen abhängig sind. Nach einem starken Vertriebsjahr konnte GK im letzten Jahr die Lizenzerlöse um fast 140 Prozent auf 10,5 Mio. Euro steigern, ihr Anteil am Konzernumsatz erhöhte sich infolgedessen von 9,8 auf 16,8 Prozent.



Quelle: Unternehmen

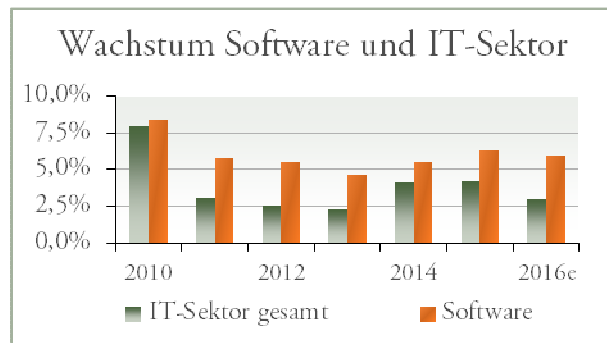
Den meisten Umsatz (47,4 Prozent im letzten Jahr) erzielt das Unternehmen aber mit Dienstleistungen. Darunter subsumiert GK vor allem die Umsätze aus der Implementierung der Software sowie aus den laufenden kundenindividuellen Anpassungs- und Erweiterungsprojekten. Aber auch Erlöse im Zusammenhang mit der Bedarfs- und Strukturanalyse sowie der Beratung und Gebühren für das Projektmanagement fließen in diesen Posten ein. In absoluten Zahlen deutlich wachsend (letztes Jahr +22 Prozent) sind ebenfalls die Erlöse aus den laufenden Wartungsarbeiten an den installierten Systemen, insge-

samt entfielen im letzten Jahr ein Drittel der Konzerneinnahmen auf diese verlässliche Einnahmenart. Aufgrund der letztjährigen Übernahme (DBS) stark erhöht (allerdings auf einem niedrigen Niveau) hat sich der Beitrag der sonstigen Erlöse, zu denen zum Beispiel die Einnahmen aus Hardware-Verkäufen zählen. Schließlich weist GK Software seit zwei Jahren die Umsätze mit Schulungen für Kunden und für Implementierungspartner sowie die Leistungen rund um die Zertifizierung von Hardware als eine separate Einkunftsart (GK Academy) aus. Nach dem Aufbau in 2014 konnte in diesem Bereich im letzten Jahr ein Umsatz von fast 0,2 Mio. Euro erwirtschaftet werden, wobei die Bedeutung der GK Academy weniger in dem Umsatzbeitrag als in der damit erzielten Vergrößerung und qualitativen Verbesserung der Partnerbasis liegt. So haben im letzten Jahr nach Angaben im Geschäftsbericht Mitarbeiter von 14 Implementierungspartnern die Schulungen durchlaufen, wodurch die verfügbare Umsetzungskapazität für Implementierungsprojekte vergrößert werden konnte.

Marktumfeld

Softwarebranche als Wachstumstreiber

Als Hersteller von Software agiert die GK Software AG in einem Markt mit einer überdurchschnittlichen Wachstumsdynamik. Die Software-Branche gehört zu den wachstumsstärksten Segmenten der deutschen Volkswirtschaft, dies gilt selbst im Vergleich mit dem restlichen IT-Sektor. So ist der deutsche Softwaremarkt seit 2010 um durchschnittlich 6,0 Prozent pro Jahr gewachsen, im letzten Jahr konnte sogar mit 6,3 Prozent der höchste Wert der letzten fünf Jahre erreicht werden (Quelle: BITKOM). Auch für das laufende Jahr erwartet der Branchenverband BITKOM erneut eine hohe Dynamik und ein Wachstum um 5,9 Prozent auf 21,5 Mrd. Euro.

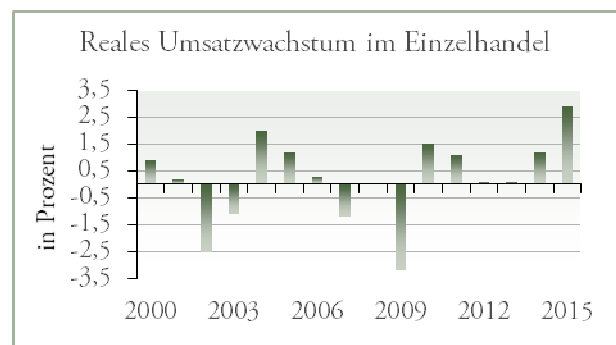


Quelle: BITKOM

Einzelhandel mit Wachstumsbeschleunigung

Weitaus relevanter als die Entwicklung der Softwarebranche ist für GK Software allerdings die Situation im deutschen Einzelhandel. Mit seinen 3 Mio. Beschäftigten und 300 Tsd. Betrieben erwirtschaftet der Sektor einen Jahresumsatz von 470 Mrd. Euro und trägt damit 16,0 Prozent zur deutschen Wirtschaftsleistung bei (Quelle: HDE). Dieser Anteil ist jedoch in den letzten Jahren gesunken, denn preisbereinigt haben die Umsätze der Einzelhändler zwischen 2000 und 2013 stagniert. Dies hat sich allerdings in den letzten zwei Jahren etwas geändert, in denen der Einzelhandel real um 1,2 und 2,9 Prozent zugelegt hat. Bei der letztgenannten Rate handelt es

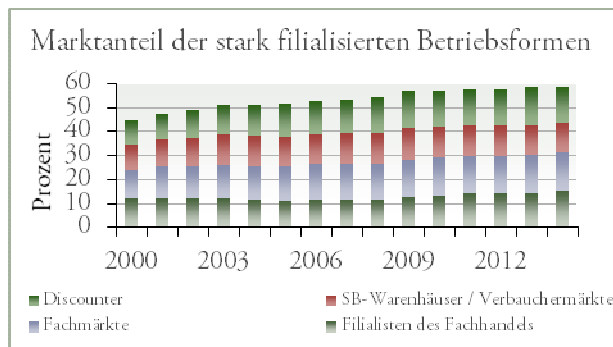
sich zwar noch um einen vorläufigen Wert, der aber den mit Abstand größten Zuwachs seit der Jahrtausendwende bedeuten würde.



Quelle: DESTATIS

Strukturverschiebung

Die Daten zur Entwicklung des gesamten Einzelhandels verdecken jedoch, dass es innerhalb des Sektors deutliche Unterschiede gibt. Mit anderen Worten: die Stagnation betrifft nicht alle Segmente des Einzelhandels im gleichen Umfang, einige Teilsegmente verzeichnen seit Jahren starke Zuwächse. So konnten gerade die von GK Software adressierten Filialketten in den letzten Jahren ihren Marktanteil zu Lasten anderer Handelsformen ausweiten. Die Filialisten des Fachhandels zum Beispiel haben ihren Marktanteil zwischen dem Jahrtausendwechsel und dem Jahr 2014 von 12,2 auf 15,3 Prozent erhöht, die Discounter haben ihren Marktanteil seit 2000 sogar um 50 Prozent auf 15,1 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 weitere Strukturverschiebung betrifft die Verlagerung der Handelsumsätze zum Onlinehandel. Dieser hat sich seit 1999 (1,25 Mrd. Euro) auf zuletzt 41,7 Mrd. Euro vervielfacht, mit Ausnahme des Jahres 2014 sind die E-Commerce-Umsätze in den letzten Jahren durchgehend zweistellig gewachsen. Auch 2015 betrug das Wachstum 12,0 Prozent und dürfte sich nach Einschätzung des HDE im laufenden Jahr in ähnlicher Größenordnung (+11 Prozent) fortsetzen.

mobile-Commerce wird immer wichtiger

Neben dem stationären Internet gewinnt zudem mobile-Commerce an Bedeutung. Nach Angaben des Bundesverbandes des Deutschen Versandhandels (BVH) betrug das Volumen der Käufe über mobile Geräte im letzten Jahr 9,7 Mrd. Euro, der Anteil am deutschen Versandhandel hat sich dadurch bereits auf 18,5 Prozent belaufen.

Megatrend Omnichannel-Handel

Durch diese Entwicklung befinden sich die Einkaufsgewohnheiten und die Art und Weise, wie Händler mit ihren Kunden kommunizieren und wo und wie sie ihre Produkte präsentieren, in einem grundlegenden Wandel. Hinzu kommt, dass die Vertriebskanäle online, mobil und stationär von den Kunden zunehmend kombiniert genutzt werden. Das Institut für Handelsforschung sieht deswegen eine starke Tendenz zum Zusammenwachsen des stationären und Online-Handels und erachtet die Mehrkanalfähigkeit als ein zentrales Kriterium für die Überlebensfähigkeit eines Händlers. Für Pure-

Play-Anbieter, ob stationär oder online, würden mit Ausnahme des Online-Giganten Amazon lediglich kleinere Nischen übrigbleiben.

Wachsende Komplexität erhöht IT-Bedarf

Die Anpassung an diese Trends und Herausforderungen stellt insbesondere die IT der Händler vor große Aufgaben. Denn das Thema Online-Handel oder mobile-Commerce erschöpft sich nicht im Betrieb eines Online-Shops und seiner Adaption an die kleineren Bildschirme der Smartphones, sondern betrifft nahezu sämtliche geschäftskritischen Prozesse und damit auch die dazu benötigte IT. Dazu gehören Bereiche wie die Integration mobiler Devices (Smartphones und Tablets) sowohl auf der Kundenseite als auch auf der Händlerseite, das Angebot individualisierter Lieferdienste und die Integration mobiler und berührungslöser Zahlungssysteme. Aber auch individualisierte Werbung und Angebote (Empfehlungsmarketing) stehen im Zusammenhang damit auf der Agenda. Hinzu kommt, dass die zunehmende Filialisierung des Handels sowie die in der Breite wachsende Sortimentsvielfalt zusätzliche Herausforderung darstellen. Aber auch die vielfältigen Instrumente zur Kundenbindung (Rabattaktionen, Treueprogramme etc.) sowie die zunehmende Vielfalt an unterschiedlichen Zahlungssystemen erhöhen die IT-Ansprüche.

Investitionsbereitschaft nimmt zu

Angesichts dieser zahlreichen umwälzenden Entwicklungen, mit denen der Einzelhandel aktuell konfrontiert wird, ist das Thema IT für die Branche zu einer strategischen Frage geworden. So sehen die Markt- und Konsumforscher von Nielsen in einer aktuellen Studie eine moderne IT-Infrastruktur als eine zentrale Voraussetzung für eine umfassende, alle Geschäftsprozesse durchdringende Omnichannel-Strategie. Diese erhöhte Bedeutung der IT bedingt allerdings, dass die Entscheidung über Investitionen in neue IT mit entsprechender Vorsicht angegangen wird, zumal die ausgeprägte Dynamik des Omnichannel-Trends die Unsicherheit über die künftigen Anforderungen zusätzlich erhöht. Viele Marktteilnehmer scheuen derzeit größere IT-Projekte, mit denen sie sich unter Umständen zu früh festlegen und

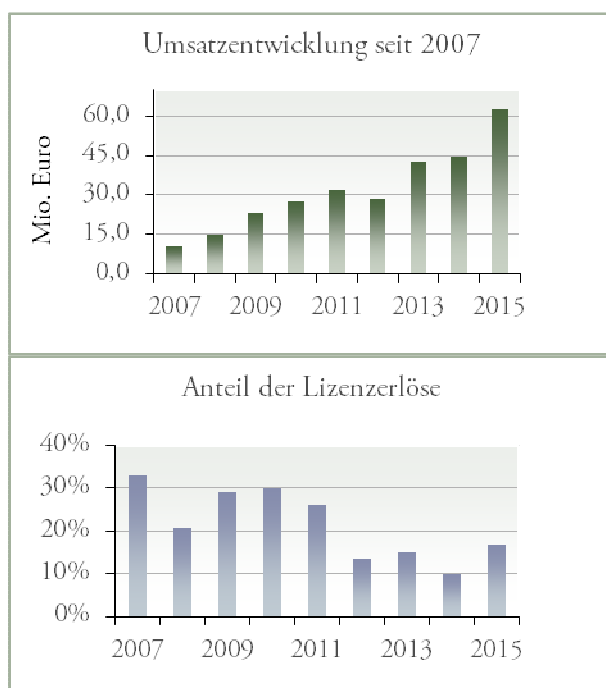
damit auf künftige Entwicklungen nicht flexibel reagieren könnten. Aus diesem Grund haben sich die Entscheidungszyklen in den letzten Jahren massiv verlängert, nach Angaben von GK Software hat sich die durchschnittliche Vertriebszeit für Projekte von neun bis zwölf Monaten auf bis zu zwei Jahre verlängert. Doch inzwischen scheint sich der Stau langsam zu lösen, wie nicht zuletzt das starke Neugeschäft von GK Software im letzten Jahr signalisiert. Auch

deuten Markterhebungen auf eine wachsende Investitionsbereitschaft hin, GK Software verweist in seinem Geschäftsbericht unter anderem auf eine Studie des EHI Retail Institute, der zufolge 47 Prozent der befragten Händler planen, ihre Kassensysteme bis 2018 zu erneuern. Die Ankündigung von ALDI Nord, demnächst auf die Kassenlösung von GK Software umsteigen zu wollen, bestätigt dieses Bild.

Zahlen

Großer Umsatzsprung

Das letzte Jahr konnte GK Software mit einem kräftigen Umsatzsprung um 40,3 Prozent auf 62,6 Mio. Euro abschließen und damit unsere Prognose von 60,0 Mio. Euro übertreffen. Von diesem Wachstum entfiel in etwa ein Drittel auf den Konsolidierungseffekt aus der Übernahme der Retail-Sparte von DBS Inc., während zwei Drittel des Zuwachses, in etwa 12,5 Mio. Euro, organisch erzielt wurde. Damit hat GK Software seine beeindruckende Wachstumsstory im letzten Jahr nicht nur fortgeschrieben, sondern sogar noch beschleunigt. In Summe der letzten neun Jahre haben die Sachsen damit ihre Erlöse versechsfacht.



Quelle: Unternehmen

Sehr starkes Neugeschäft

Ausschlaggebend für das letztjährige Wachstum war das starke Neugeschäft. Dank der immer besser funktionierenden Partnerschaft mit SAP konnten 2015 im Kerngeschäft GK/Retail 14 neue Kunden bzw. Projekte gewonnen werden, womit sich die In-

vestitionen der Vorjahre in den Ausbau der internationalen Präsenz und der Projektfähigkeit auf eine eindrucksvolle Art auszuzahlen begonnen haben. Das starke Neugeschäft bedingte einen Sprung der Lizenz einnahmen auf 10,4 Mio. Euro (+138,9 Prozent), womit der mit Abstand höchste Wert der Unternehmensgeschichte erreicht wurde. Auch in Relation zum Gesamtumsatz hat sich der Beitrag der Lizenz erlöse sprunghaft, um fast sieben Prozentpunkte, auf 16,8 Prozent erhöht, gleichbedeutend mit dem höchsten Wert seit 2011.

Verlust reduziert

Durch den deutlich erhöhten Anteil der margenstarken Lizenzumsätze konnte auch das Ergebnis im Vorjahresvergleich spürbar verbessert werden. Das EBITDA vervielfachte sich auf 2,2 Mio. Euro, während die Fehlbeträge auf EBIT- und EBT-Ebene auf -1,3 resp. -1,4 Mio. Euro mehr als halbiert werden konnten. Das Nettoergebnis, das im Vorjahr von einem hohen positiven Steuereffekt profitiert hatte, fiel mit -1,5 Mio. Euro nur geringfügig besser aus als 2014.

Geschäftszahlen	GJ 2014	GJ 2015	Änderung
Umsatz	44,63	62,60	+40,3%
Dienstleistungen	22,50	29,68	+31,9%
Wartung	17,02	20,76	+21,9%
Lizenzen	4,39	10,49	+138,9%
EBITDA	0,04	2,18	+5.822%
EBITDA-Marge	0,1%	3,5%	
EBIT	-3,02	-1,28	-
EBIT-Marge	-6,8%	-2,0%	
Vorsteuerergebnis	-2,99	-1,38	-
Vorsteuer-marge	-6,7%	-2,2%	
Jahresüberschuss	-1,87	-1,50	-
Netto-Marge	-4,2%	-2,4%	

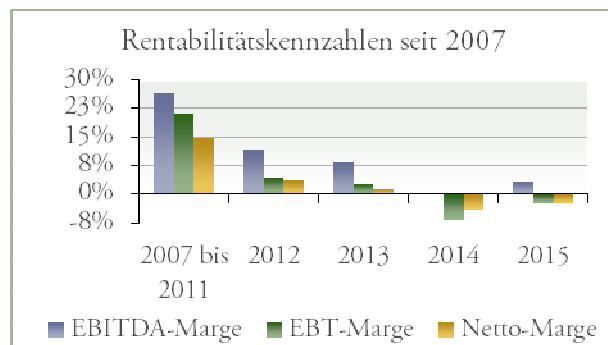
In Mio. Euro bzw. Prozent, Quelle: Unternehmen

Margenanstieg im Servicegeschäft

Zu der Ergebnisverbesserung hat neben dem wachsenden Lizenzgeschäft im Kernsegment, dem Geschäftsfeld GK/Retail, auch eine verbesserte Ergebnissituation in dem Servicesegment beigetragen. Obwohl dieses aufgrund von Verschiebungen einzelner Kundenprojekte nach neun Monaten noch einen zehnpromtigen Umsatzrückgang ausgewiesen hatte, konnte die Sparte im Gesamtjahr den Umsatz sogar minimal erhöhen und das Segment-EBIT auf 1,6 Mio. Euro (gleichbedeutend mit einer EBIT-Marge von 13,7 Prozent) um mehr als 50 Prozent steigern. Ermöglicht wurde dies durch Lizenzverkäufe der Software Eurosuite, die im Jahr 2012 mit der AWEK-Gruppe übernommen wurde und mit der nun mit einem wachsenden Erfolg Kunden adressiert werden können, für die das Kernprodukt GK/Retail zu komplex und zu teuer ist.

Negativer Margentrend gedreht

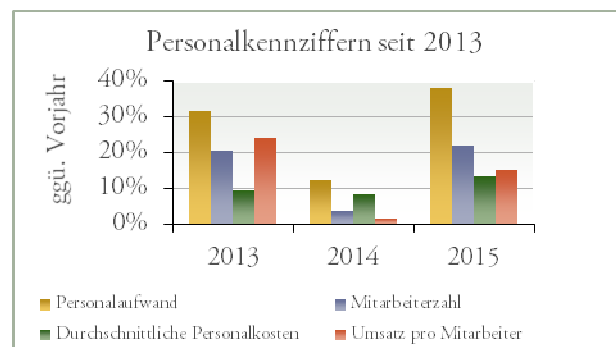
Mit dem letztjährigen Ergebnis konnte GK Software einen seit 2011 bestehenden Margen-Abwärtstrend erstmalig umkehren, in dessen Verlauf das bis 2011 hochprofitable Unternehmen 2014 sogar zum ersten Mal ins Minus gerutscht war. Verursacht wurde die abnehmende Profitabilität zunächst von einem Einbruch des Neugeschäfts infolge einer deutlich länger als zunächst erwartet anhaltenden Investitionszurückhaltung der Einzelhändler und anschließend von den sehr hohen Kosten und Vorleistungen der internationalen Expansion, mit der GK Software in kürzester Zeit den Aufstieg zu einem global aktiven Softwarehaus vollziehen will.



Quelle: Unternehmen, 2007 bis 2011 als arithmetischer Mittelwert

Steigende Personalintensität ...

Der zweite Effekt hat inzwischen allerdings die Schwankungen der Lizenzeinnahmen weit in den Schatten gestellt. Wie das letzte Jahr verdeutlicht, in dem selbst eine sprunghafte Erhöhung der Lizenzeinnahmen nicht gereicht hat, um ein positives Ergebnis zu erzielen, ist die Organisation inzwischen für eine ganz andere Größenordnung des Geschäfts dimensioniert. Das Wachstum hat sich dabei vor allem im Personalbereich vollzogen, seit 2011 wurde die Zahl der Mitarbeiter durch zwei Übernahmen sowie durch zahlreiche Einstellungen um 90 Prozent auf knapp 700 im Durchschnitt des letzten Jahres erhöht. Die Personalaufwandsquote hat sich in dieser Zeit um fast 10 Prozentpunkte auf zuletzt 63,4 Prozent erhöht. Auch im letzten Jahr wurde dieser Trend fortgesetzt. Teilweise bedingt durch die Übernahme der Retail-Sparte von DBS Inc. hat sich die Mitarbeiterzahl weiter um 21,9 Prozent erhöht, bei gleichzeitig um 13,2 Prozent erhöhten Personalkosten je Mitarbeiter – als Folge der gestiegenen Personalgewinnungskosten und der DBS-Akquisition. In Summe hat sich der Personalaufwand somit um 38 Prozent und damit fast so hoch wie der Umsatz und sogar leicht stärker als die Gesamtleistung (+37,0 Prozent) erhöht.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

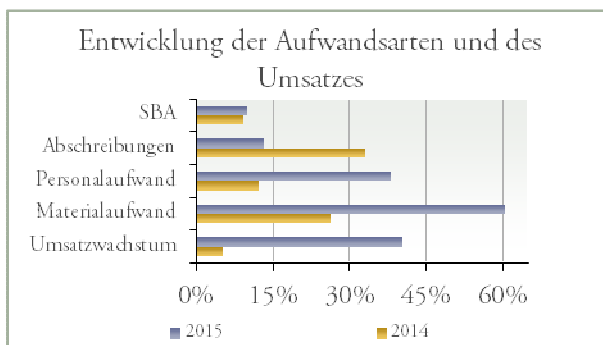
...und Materialaufwandsquote

Noch deutlicher als der Personalaufwand ist der Materialaufwand gestiegen. Lag die Materialaufwandsquote noch 2011 bei nahezu vernachlässigbaren 1,9 Prozent, brachte der Einstieg in das Service-Geschäft (via Übernahme der AWEK-Gruppe) eine Niveaushiftung auf 9,6 Prozent im Jahr 2013. Zusätz-

lich sorgte der verstärkte Rückgriff auf externe Mitarbeiter, mit dem GK Software seit dem vorletzten Jahr versucht, projektweise Auslastungsspitzen aufzufangen und das Personalwachstum etwas zu dämpfen, 2014 und 2015 für einen weiteren Schub des Materialaufwands und für einen Anstieg der Materialaufwandsquote auf 13,2 Prozent im letzten Jahr. Dazu beigetragen hat aber auch die Akquisition in den USA, weil die DBS-Projekte eine höhere Hardwarequote aufweisen als der „Altkonzern“.

Verbesserung bei sonstigem Aufwand

Demgegenüber konnte GK 2015 bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen (SBA) sowie bei den Abschreibungen relative Verbesserungen erzielen. So haben sich die SBA trotz der Kosten der Akquisition (0,3 Mio. Euro) und der höheren Reisekosten lediglich um 10,0 Prozent erhöht, so dass sich ihr Anteil am Umsatz deutlich, von 30,0 auf 23,5 Prozent ermäßigt hat. Dasselbe gilt für die Abschreibungen, die sich zwar durch die Abschreibungen auf die Kaufpreisallokation (PPA) erhöht haben, gleichzeitig aber durch den Wegfall einer außerplanmäßigen Abschreibung aus dem Vorjahr entlastet wurden und in Summe um 13,1 Prozent gestiegen sind. Die entsprechende Quote liegt mit 5,5 Prozent sogar unterhalb des Wertes aus dem Jahr 2011.

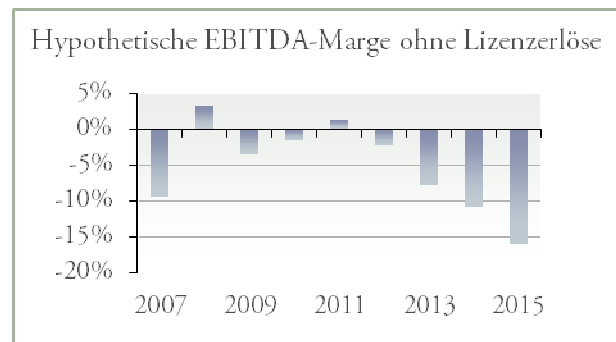


Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Maßnahmen eingeleitet

Trotz der letztjährigen Verbesserung ist das Ausmaß der in den letzten Jahren eingetretenen Profitabilitätsverschlechterung für das Unternehmen unbefriedigend und wird seit dem letzten Jahr mit einer Reihe von Maßnahmen gezielt adressiert. Im Kern geht

es hierbei um die Verbesserung der Mitarbeiterproduktivität in den Kundenprojekten, die im Zuge der rasant wachsenden Organisation deutlich gelitten hat. Dazu hat GK Software die Kapazitäten für die Bereiche Projektleitung und Projektcontrolling deutlich ausgebaut und auch die Instrumente für das Personalmanagement, zum Beispiel im Hinblick auf die Auslastung und auf die Quote der abrechenbaren Projektstage verfeinert. Mit den ersten Ergebnissen zeigt sich GK bereits zufrieden, gleichwohl wurden im Rahmen des Geschäftsberichts weitere Verbesserungen angemahnt. Im Zahlenwerk 2015 hat sich die angestrebte Effizienzverbesserung noch nicht niedergeschlagen. Bereinigt um die Lizenzerlöse hat sich die – hypothetische – EBITDA-Marge im letzten Jahr weiter verschlechtert. Von dem langfristigen Ziel, die laufenden Kosten mit Dienstleistungen, Wartung und IT-Services zu decken, die seit 2007 bisher nur in zwei Jahren erreicht wurde, scheint das Unternehmen aktuell noch weit entfernt zu sein.



Quelle: Unternehmen, eigene Berechnungen

Operativer Cashflow wieder im Plus

Durch die deutliche Verbesserung des EBITDA konnte GK Software in 2015 nach einer einjährigen Pause wieder einen deutlich positiven operativen Cashflow ausweisen, der insgesamt um 2,6 Mio. Euro auf 2,2 Mio. Euro verbessert wurde. Und das, obwohl sich die Forderungen aufgrund der hohen Lizenzumsätze im Dezember zum Jahresende stichtagsbedingt deutlich, von 9,2 auf 12,6 Mio. Euro, erhöht haben. Deutlich negativ fiel im letzten Jahr hingegen der Cashflow aus Investitionstätigkeit aus, der vor allem infolge der DBS-Transaktion einen Mittelabfluss von 18,6 Mio. Euro zeigte. Den daraus resultierenden Free-Cashflow von -16,4 Mio. Euro

hat GK vor allem durch die Aufnahme eines 14 Mio. Euro-Kredits finanziert, nach Abzug der planmäßigen Tilgungen für andere Kredite sorgte dies für einen Mittelzufluss aus Finanzierungstätigkeit in Höhe von 12,6 Mio. Euro. Der Liquiditätsbestand reduzierte sich im Vorjahresvergleich von 10,2 auf 7,4 Mio. Euro, verrechnet mit den Finanzverbindlichkeiten resultiert hieraus zum ersten Mal seit mehreren Jahren eine Nettoverschuldung von 7,3 Mio. Euro oder dem 3,3-fachen des letztjährigen EBITDA.

Bilanzstruktur verschoben

Durch den Periodenverlust, die Übernahme und durch die Kreditaufnahme hat sich auch die Bilanzstruktur verändert. Auf der Passivseite hat sich die Eigenkapitalquote gegenüber dem Vorjahr von 68,4 auf 42,8 Prozent reduziert, während die Vermögensseite nun einen deutlich höheren Anteil an immateriellen Vermögensgegenständen (37 Prozent, gegen-

über 19 Prozent im Vorjahr) aufweist. Deren Anstieg ist vor allem der Aktivierung des Firmenwertes (9,9 Mio. Euro), der Kundenbeziehungen (5,4 Mio. Euro), der erworbenen Software (2,2 Mio. Euro) sowie des Auftragsbestands (1,2 Mio. Euro) aus der DBS-Übernahme geschuldet.

Hohes Wachstumstempo

Im Rahmen des Geschäftsberichts hat GK Software eine Prognose für die nächsten Jahre abgegeben. Das Unternehmen will bis 2018 den Umsatz auf über 90 Mio. Euro erhöhen und dabei im Kerngeschäft wieder an die alte Profitabilität anknüpfen. Allerdings räumt der Vorstand ein, dass diese Entwicklung nicht unbedingt stetig verlaufen müsse und schließt vor dem Hintergrund der weiterhin intensiven Expansionsmaßnahmen in Übersee auch einen neuerlichen Verlust in 2016 nicht aus.

Equity-Story

Führend in einem attraktiven Markt

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

Innovationsstärke

Diese starke Position verdankt GK Software zu einem gewichtigen Teil dem hohen technologischen Standard der Software. Dank der Systemunabhängigkeit, dem großen Funktionsumfang bei gleichzeitig konsequenter Modularität und einem hohen Standardisierungsgrad kann eine große Bandbreite an Kunden angesprochen und bedient werden. Das Unternehmen ist bestrebt, aktuelle IT-Themen früh aufzugreifen und in einzelhandelsgeeignete Lösungen umzusetzen. Dementsprechend verfügen die Sachsen schon heute über Antworten auf Entwicklungen, mit denen sich der Handel erst zu beschäftigen beginnt. So ist nach erfolgreichen Pilotprojekten in diesem Frühjahr die neue Kassenlösung OmniPOS für den weltweiten Vertrieb freigegeben worden, mit der Händler ihre Prozesse unabhängig von dem Verkaufskanal, über den ein Kauf abgewickelt wird, in einem einheitlichen System abbilden können.

Partnerschaft mit SAP hilft bei Expansion

Die Qualität der GK-Produkte wird durch die Partnerschaft mit SAP unterstrichen, die diese an ihre eigenen Handelskunden vertreibt. Inzwischen sind hieraus 30 Projekte erwachsen, allein im letzten Jahr kamen 14 neue Abschlüsse über den Vertriebskanal

SAP zustande. Darüber hinaus umfasst die Partnerschaft die Abstimmung der Entwicklungsaktivitäten sowie gemeinsame Messeauftritte.

Große Internationalisierungsfortschritte

Getragen von der SAP-Partnerschaft hat GK-Software in den letzten zwei Jahren große Internationalisierungsfortschritte erzielt und sich in kurzer Zeit zu einem global aktiven Softwarehaus entwickelt. Fast alle größeren Abschlüsse der letzten Jahre wurden im Ausland erzielt. Eine wichtige Weichenstellung für den Internationalisierungskurs stellte die letztjährige Übernahme des Geschäftsbereiches „Retail“ von der DBS Data Business Systems Inc. dar, mit der die Sachsen ihre Positionierung in dem mit Abstand wichtigsten Markt in mehrfacher Hinsicht deutlich verbessern konnten.

Starkes Neugeschäft

Die Expansionsbemühungen haben sich in 2015 mit einer sprunghaften Zunahme des Neugeschäfts ausgezahlt. Die Lizenzerlöse als der zentrale Gradmesser für den Vertriebs Erfolg konnten auf einen neuen Rekordwert der Unternehmensgeschichte mehr als verdoppelt werden und waren maßgeblich dafür verantwortlich, dass die Sachsen im letzten Jahr ihr Ergebnis trotz der weiterhin hohen Expansionskosten verbessern konnten.

Große Vertriebspipeline

Mit dem starken Neugeschäft hat der seit mehreren Jahren von GK konstatierte Investitionsstau im Einzelhandel begonnen, sich aufzulösen. Durch die positive Signal- und Renommee-Wirkung der bisherigen Abschlüsse und Projekte und durch den Vertriebsstart der neuen Omnichannel Kassenlösung erscheint eine weitere Beschleunigung des Neugeschäfts nicht unwahrscheinlich, zumal GK über eine weiterhin volle und nach eigener Aussage qualitativ (in Bezug auf die Abschlusswahrscheinlichkeit) weiter verbesserte Vertriebspipeline verfügt. Dabei dürfte GK

Software die unklare Situation bei den Wettbewerbern zugutekommen, deren Berechenbarkeit aufgrund einer Übernahme (Wincor Nixdorf) bzw. einer veränderten Produktstrategie (Oracle) aus Kundensicht derzeit eingeschränkt sein dürfte.

ALDI Nord will Kunde werden

Ein sehr großer Neukunde könnte ALDI Nord werden. Der Discounter hat bereits via Presse seine Absicht bekundet, zukünftig die GK/Retail-Software einsetzen zu wollen und könnte allein für ein sehr gutes Lizenzgeschäft im laufenden Jahr sorgen.

Herausforderung Profitabilität angenommen

Die Entwicklung der letzten zwei Jahre wurde durch die verschlechterte Profitabilität überschattet. Dank der hohen Lizenzeinnahmen konnte der Ergebnistrend aber in 2015 wieder gedreht werden. Darüber hinaus hat das Management im Laufe des letzten Jahres zahlreiche Maßnahmen eingeleitet, um das Wachstum der Organisation wieder in profitablere Bahnen zu lenken. Aus der Kombination dieser

Maßnahmen und des erwarteten hohen Wachstums resultiert die Chance auf deutlich überproportional steigende Gewinne. GK selbst strebt mit Blick auf 2018 die Rückkehr der EBIT-Marge auf mindestens 15 Prozent an.

Übernahmephantasie

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

DCF-Bewertung

Grundsätzliches Szenario unverändert

Im Rahmen unserer Wertermittlung unterstellen wir weiterhin ein Grundszenario, das von einem weiterhin hohen Umsatzwachstum und von einer zunehmenden Verbesserung der Profitabilität ausgeht. Damit folgen wir weitgehend der Prognose des Vorstands, der bis 2018 einen Umsatzzanstieg auf ca. 90 Mio. Euro und die Wiedererreichung einer EBIT-Marge in der Größenordnung von rund 15 Prozent in Aussicht stellt.

Hohe Umsatzdynamik

Hinsichtlich der Erlöse sehen wir diese Erwartung vor allem vor dem Hintergrund der Entwicklung im letzten Jahr und der offensichtlich immer fruchtbarer werdenden Zusammenarbeit mit SAP als gut begründet und belassen die von uns bisher unterstellten Wachstumsraten unverändert. Demnach kalkulieren wir für dieses Jahr und für 2017 mit einem Umsatzwachstum von 15 und 12 Prozent, anschließend lassen wir die Zuwachsraten schrittweise auf 7 Prozent im Jahr 2023 abschmelzen. Daraus resultiert zum

Ende des Detailprognosezeitraums ein Umsatz von 130 Mio. Euro.

Herausforderung Profitabilität

Deutlich anspruchsvoller gestaltet sich aus unserer Sicht die Aufgabe, die Profitabilität wieder zu verbessern. Wie die letzten Zahlen verdeutlicht haben, hat sich durch das starke Wachstum der Organisation und damit auch der Kostenbasis die Gewinnschwelle deutlich nach oben verschoben. Durch die internationale Präsenz und Marktbearbeitung hat GK Software zwar die Wahrscheinlichkeit für die Kundengewinnung spürbar erhöht, gleichzeitig benötigt das Unternehmen aber inzwischen erheblich mehr Lizenz Erlöse, um ins Plus zu kommen. Selbst mit den hohen Lizenzeinnahmen des letzten Jahres, mit denen unsere Umsatzschätzung übertroffen wurde, hat sich unsere Ergebnisschätzung als zu optimistisch erwiesen. Da zudem GK Software nach eigener Aussage der internationalen Expansion weiter eine hohe Priorität einräumt und deswegen ein erneut negatives Ergebnis in 2016 nicht für ausgeschlossen hält, mussten wir auch unsere Ergebnisschätzungen für

Mio. Euro	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	72,0	80,6	88,3	96,2	104,4	112,8	121,8	130,3
Umsatzwachstum		12,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%
EBIT-Marge	2,7%	6,2%	8,2%	10,2%	11,6%	12,8%	13,8%	14,3%
EBIT	2,0	5,0	7,2	9,8	12,1	14,5	16,9	18,6
Steuersatz	38,0%	35,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,7	1,7	2,2	2,9	3,6	4,3	5,1	5,6
NOPAT	1,2	3,2	5,1	6,9	8,5	10,1	11,8	13,0
+ Abschreibungen & Amortisation	3,7	3,8	3,2	2,5	2,2	2,1	2,1	2,1
+ 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	5,0	7,0	8,3	9,3	10,7	12,2	13,9	15,2
- Zunahme Net Working Capital	0,0	-0,1	-0,2	-0,3	2,7	-0,5	-0,6	-0,8
- Investitionen AV	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4
Free Cashflow	3,1	4,9	6,0	6,9	11,2	9,4	10,9	12,0

2016 und die Folgejahre revidieren. Wir unterstellen für 2016 zwar weiterhin die Rückkehr in die Gewinnzone, haben aber gegenüber unserem letzten Update die Margenerwartungen kräftig reduziert. Auch die für die Folgejahre erwartete sukzessive Margenverbesserung haben wir langsamer modelliert und rechnen selbst am Ende des Prognosezeitraums mit einer EBIT-Marge unterhalb des von GK Software ausgegebenen Ziels von 15 Prozent. In Abhängigkeit von der Höhe der Lizenzabschlüsse dürfte sich diese Schätzung in einzelnen Jahren zwar als zu vorsichtig erweisen, doch angesichts der enttäuschenden Profitabilitätsentwicklung im Bestandsgeschäft halten wir diesen vorsichtigen Ansatz für gerechtfertigt.

Detailprognosezeitraum

Insgesamt kalkulieren wir nun für 2016 mit einem EBITDA von 5,7 Mio. Euro und mit einem Nettoergebnis von 0,9 Mio. Euro. Dies korrespondiert mit einer EBITDA-Marge von 7,9 Prozent und einer Netto-Marge von 1,2 Prozent. Bis 2023 lassen wir die EBITDA-Marge auf 15,9 Prozent ansteigen, die Ziel-Nettomarge setzen wir bei 10,4 Prozent an. Eine Übersicht der wichtigsten Daten unseres Modells findet sich in der Tabelle auf der vorigen Seite, weitere Details zu dem von uns unterstellten Geschäftsverlauf in den Jahren von 2016 bis 2023 können den Tabellen im Anhang entnommen werden. Im Anschluss an den darin abgebildeten Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einer EBIT-Marge von 7,1 Prozent und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 6,0 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen langfristig gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguir-

reamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,0 Prozent.

Kursziel: 54,20 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,0 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Unternehmenswert von 81,9 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 43,35 Euro. Zusätzlich der Übernahmepremie, die wir seit dem SAP-Einstieg und seit der Bekanntgabe des SAP-Vorkaufsrechts für die Gründer-Anteile unterstellen, und angesichts der von uns weiter als hoch eingeschätzten Wahrscheinlichkeit des Übernahmeszenarios kalkulieren wir unser Kursziel (wie schon bisher) unter Hinzurechnung einer 25-prozentigen Prämie. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 54,20 Euro. Die deutliche Erhöhung gegenüber unserem letzten Update ist dabei der Anhebung der Umsatzreihe und vor allem einem starken Roll-over-Effekt geschuldet.

Erhöhtes Prognoserisiko

Ergänzend zur fundamentalen Ableitung des fairen Wertes schätzen wir das Prognoserisiko auf einer Skala von 1 Punkt (sehr niedrig) bis 6 Punkten (sehr hoch) ein. Dass GK Software über ein lang etabliertes und bewährtes Geschäftsmodell verfügt, welches seit Jahren kontinuierlich weiterentwickelt wird, erhöht grundsätzlich die Berechenbarkeit. Allerdings haben gerade die letzten Jahre verdeutlicht, dass die relativ schmale Kundenbasis in Verbindung mit einer vergleichsweise stark ausgeprägten Abhängigkeit von einzelnen Großprojekten durchaus zu heftigen Ausschlägen führen kann. Darüber hinaus hat das rasche Wachstum des Geschäfts und der Organisation die Abschätzung der Margen deutlich erschwert. Entgegen unserer Erwartung ist die Vorhersehbarkeit der Ergebnisse auch im letzten Jahr nicht leichter geworden, was uns zu einer erneuten Revision unserer Margenannahmen veranlasste. Da zudem der Ausgang der Bestrebungen zur Profitabilitätsverbesserung noch offen ist, sehen wir bei GK Software gerade die Ergebnisentwicklung derzeit mit hoher Unsicherheit behaftet und vergeben vor diesem Hintergrund weiterhin fünf von sechs möglichen Punkten.

Eine Reduktion werden wir bei einer absehbaren Verbesserung der Profitabilität des Bestandsgeschäfts vornehmen.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 47,75 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,0 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 65,69 Euro im optimistischsten Fall (WACC von 7,0 Prozent und ewiges Wachstum von

2 Prozent) – jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie.

Sensitivitätsanalyse WACC	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,0%	65,69	62,12	59,16	56,65	54,50
7,5%	61,94	58,98	56,48	54,34	52,49
8,0%	58,81	56,32	54,18	52,34	50,72
8,5%	56,15	54,03	52,18	50,57	49,15
9,0%	53,87	52,03	50,43	49,01	47,75

Fazit

GK Software hat im letzten Jahr große strategische Fortschritte und ein sehr dynamisches Umsatzwachstum erzielt, ergebnisseitig aber unsere Erwartung nicht erfüllt. Neben der Übernahme der Retail-Sparte von DBS, mit der die Sachsen ihre Positionierung in den USA gleich in mehrfacher Hinsicht deutlich ausbauen konnten, gehört zweifelsohne das sehr starke Neugeschäft zu den positiven Highlights des Jahres. Damit konnte GK nicht nur das hohe Potenzial der intensivierten Auslandsexpansion und der SAP-Partnerschaft klar dokumentieren, sondern auch eine signifikante Ergebnistrendwende mit einem vervielfachten EBITDA und einem halbierten Vorsteuerverlust erzielen.

Diese positive Entwicklung überdeckt allerdings, dass das Unternehmen weiterhin mit erheblichen Profitabilitätsproblemen im Bestandsgeschäft kämpft, die nach unserer Einschätzung im Jahresverlauf 2015 noch nicht entscheidend korrigiert werden konnten. Das Management des Wachstums, vor allem im Hinblick auf die Effizienz und Steuerung der

zahlenmäßig wie auch regional stark expandierenden Organisation, bleibt eine zentrale Herausforderung.

Im Rahmen unserer Wertermittlung gehen wir aber unverändert davon aus, dass es GK Software gelingen wird, die Effizienz der Prozesse und der Projektabwicklung wieder zu verbessern und damit die Profitabilität zu steigern. Unser Schätzszenario basiert folglich auf den zwei Kernannahmen, dass GK das hohe Umsatzwachstum fortsetzen und dabei die Margen wieder erhöhen kann.

Auf dieser Basis sehen wir den fairen Wert je Aktie bei 54,20 Euro. Darin enthalten ist eine 25-prozentige Übernahmeprämie, mit der wir das von uns perspektivisch als durchaus wahrscheinlich eingeschätzte Szenario einer Übernahme durch SAP berücksichtigen. Das daraus resultierende Kurspotenzial von 27 Prozent rechtfertigt in Kombination mit dem von uns als hoch eingestuften Schätzrisiko die Beibehaltung des bisherigen Urteils „Speculative Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
AKTIVA									
I. AV Summe	34,5	32,6	30,8	29,7	29,4	29,4	29,6	29,9	30,1
1. Immat. VG	25,2	22,9	20,7	19,1	18,4	18,1	18,0	17,9	17,8
2. Sachanlagen	5,8	6,2	6,6	7,0	7,4	7,8	8,1	8,5	8,8
II. UV Summe	33,3	34,3	38,1	42,8	48,1	52,3	57,3	62,3	67,2
PASSIVA									
I. Eigenkapital	29,0	29,9	32,8	37,3	43,1	47,6	52,4	57,3	62,3
II. Rückstellungen	4,1	4,6	5,1	5,6	6,2	6,7	7,2	7,8	8,3
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	14,4	11,9	9,9	9,9	7,8	6,2	5,2	4,1	2,8
2. Kurzfristiges FK	20,3	20,5	21,1	19,7	20,4	21,2	22,0	22,9	23,8
BILANZSUMME	67,8	66,9	68,9	72,5	77,5	81,7	86,9	92,1	97,3

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzerlöse	62,6	72,0	80,6	88,3	96,2	104,4	112,8	121,8	130,3
Gesamtleistung	63,1	72,3	80,9	88,6	96,6	104,8	113,1	122,2	130,7
Rohertrag	54,9	63,7	71,5	78,4	85,7	93,2	100,9	109,2	116,9
EBITDA	2,2	5,7	8,8	10,4	12,3	14,3	16,5	19,0	20,8
EBIT	-1,3	2,0	5,0	7,2	9,8	12,1	14,5	16,9	18,6
EBT	-1,4	1,4	4,6	7,0	9,8	12,3	14,9	17,4	19,3
JÜ (vor Ant. Dritter)	-1,5	0,9	3,0	4,9	6,8	8,6	10,4	12,2	13,5
JÜ	-1,5	0,9	3,0	4,9	6,8	8,6	10,4	12,2	13,5
EPS	-0,79	0,47	1,57	2,59	3,61	4,54	5,50	6,44	7,15

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
CF operativ	2,2	4,6	6,7	7,9	9,0	13,5	11,9	13,6	14,9
CF aus Investition	-18,6	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4
CF aus Finanzierung	12,6	-2,0	-2,2	-2,7	-3,1	-5,8	-6,5	-8,4	-9,8
Liquidität Jahresanfa.	10,2	6,4	7,1	9,6	12,8	16,5	22,0	25,1	28,0
Liquidität Jahresende	6,4	7,1	9,6	12,8	16,5	22,0	25,1	28,0	30,7

Kennzahlen

Prozent	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021	12 2022	12 2023
Umsatzwachstum	40,3%	15,0%	12,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%	7,0%
Rohtragsmarge	87,6%	88,4%	88,6%	88,8%	89,1%	89,3%	89,5%	89,7%	89,7%
EBITDA-Marge	3,5%	7,9%	10,9%	11,8%	12,8%	13,7%	14,6%	15,6%	15,9%
EBIT-Marge	-2,0%	2,7%	6,2%	8,2%	10,2%	11,6%	12,8%	13,8%	14,3%
EBT-Marge	-2,2%	2,0%	5,7%	7,9%	10,1%	11,7%	13,2%	14,3%	14,8%
Netto-Marge (n.A.D.)	-2,4%	1,2%	3,7%	5,6%	7,1%	8,2%	9,2%	10,0%	10,4%

Impressum & Disclaimer

Impressum

Herausgeber

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

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

Verantwortlicher Analyst

Dr. Adam Jakubowski

Charts

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

Disclaimer

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

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

I) Interessenkonflikte

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

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

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

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

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

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

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

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

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

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

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

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

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

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

Datum	Anlageempfehlung	Kursziel	Interessenkonflikte
08.12.2015	Speculative Buy	44,40 Euro	1), 3)
09.09.2015	Speculative Buy	39,40 Euro	1), 3), 4)
19.06.2015	Buy	40,40 Euro	1), 3),
22.04.2015	Buy	49,50 Euro	1), 3)
23.01.2015	Buy	45,00 Euro	1), 3)
10.10.2014	Buy	51,30 Euro	1), 3), 4)
18.06.2014	Buy	55,60 Euro	1), 3)

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

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

Haftungsausschluss

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

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

Copyright

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