

4. Juni 2013
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

GK Software AG

Zurück zur alten Stärke

Urteil: **Buy** (Ersteinschätzung) | Kurs: **28,02 Euro** | Kursziel: **38,30 Euro**

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

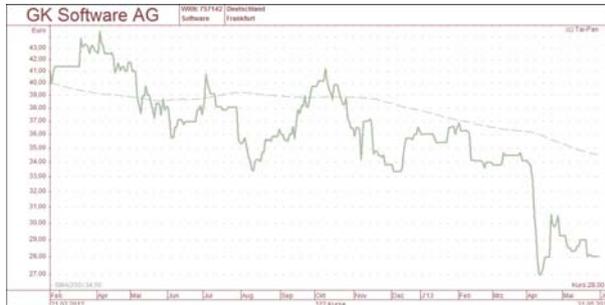
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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
Zahlen.....	8
Markt	11
Equity-Story	14
DCF-Modell	17
Fazit	19
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	20
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	21
Impressum & Disclaimer.....	22

Snapshot



Stammdaten

Sitz:	Schöneck
Branche:	Einzelhandels-Software
Mitarbeiter:	573
Rechnungslegung:	IFRS
ISIN:	DE0007571424
Kurs:	28,20Euro
Marktsegment:	Prime Standard
Aktienzahl:	1,79 Mio. Stück
Market Cap:	50,1 Mio. Euro
Enterprise Value:	39,57 Mio. Euro
Free-Float:	42,5 %
Kurs Hoch/Tief (12 M):	40,50 / 27,00 Euro
Ø Umsatz (12 M):	45,4 Tsd. Euro

Kurzportrait

GK Software ist der in Deutschland führende Anbieter von Einzelhandelssoftware und hat damit bisher eine beachtliche Wachstumsstory geschrieben. Bis 2011 konnte das Unternehmen jährlich neue Umsatzrekorde aufstellen und regelmäßig eine operative Marge von jenseits der 20-Prozent-Marke erzielen.

Trotz des letztjährigen Einbruchs stehen die Chancen gut, dass das Unternehmen wieder an die erfolgreichen Vorjahre anknüpfen kann. Denn seine Software ist technologisch führend und geeignet, die steigenden Anforderungen an die IT im Handel zu erfüllen. Mit der SAP-Kooperation und der Einbindung von international agierenden Integrationspartnern dürfte zudem auch das Wachstum jenseits der deutschen Grenzen zulegen.

Wir haben auf Basis der Erwartung, dass die volle Vertriebspipeline bereits im laufenden Jahr zu einem spürbar wachsenden Neugeschäft führt, die weiteren Aussichten von GK-Software in einem DCF-Modell abgebildet und sehen auf dieser Basis einen fairen Wert von 38,30 Euro je Aktie.

GJ-Ende: 31.12.	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz (Mio. Euro)	27,7	31,8	28,4	41,2	47,4	52,1
EBIT (Mio. Euro)	6,4	6,7	0,8	1,3	4,7	7,9
Jahresüberschuss	4,5	4,6	0,7	0,9	3,4	5,6
EpS	2,68	2,55	0,38	0,50	1,88	3,15
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,00	0,26	0,70	1,26
Umsatzwachstum	18,8%	14,7%	-10,5%	45,0%	15,0%	10,0%
Gewinnwachstum	27,7%	2,1%	-85,2%	33,8%	272,4%	67,7%
KUV	1,81	1,58	1,76	1,22	1,06	0,96
KGV	11,2	11,0	74,3	55,5	14,9	8,9
KCF	30,07	10,56	16,37	15,38	8,80	6,44
EV / EBIT	6,1	5,9	50,4	31,4	8,3	5,0
Dividendenrendite	1,8%	1,8%	0,0%	0,9%	2,5%	4,5%

Executive Summary

- **Starke Marktposition:** GK Software ist in Deutschland der führende Software-Anbieter für den Einzelhandel. Das Unternehmen zählt mehrere der Branchengrößen zu seinen Kunden, im Lebensmittel-Discounthandel liegt der Marktanteil sogar über 40 Prozent.
- **Innovations- und Technologieführerschaft:** Die starke Marktstellung beruht auf dem hohen Innovationsgrad der Software, die einen sehr großen Funktionsumfang mit einer ausgeprägten Modularität und Flexibilität verbindet. Geadelt wurde das Produkt durch die SAP, die es als Branchenlösung für ihre Handelskunden vertreibt.
- **Skalierbares und profitables Geschäft:** In den Jahren bis 2011 konnte GK Software hohe Wachstumsraten erzielen. Der Umsatz hat sich seit 2008 verdoppelt, der Nettoüberschuss sogar um 124 Prozent zugelegt. Die Nettomarge lag in allen Jahren seit dem Börsengang im zweistelligen Bereich, bei hohen Cashflow-Überschüssen.
- **Einbruch in 2012:** Die Erfolgsgeschichte erfuhr Ende 2012 einen Dämpfer, als GK Software aufgrund von Projektverschiebungen im vierten Quartal einen kräftigen Umsatzrückgang und einen Quartalsverlust hinnehmen musste. Auch der Jahresumsatz ist dadurch geschrumpft und der Gewinn um 85 Prozent zurückgegangen. Die Schwächephase setzte sich im ersten Quartal 2013 fort, wobei allerdings der Quartalsverlust gegenüber dem vierten Quartal bereits deutlich reduziert werden konnte.
- **Volle Pipeline:** Mehrere Faktoren sprechen dafür, dass es sich um eine vorübergehende Schwäche handelt. So verfügt GK Software über eine sehr umfangreiche Vertriebspipeline, darüber hinaus könnte nun, nachdem mit HP und mit RedIron zwei große Implementierungspartner gewonnen werden konnten, auch der Internationalisierungskurs an Schwung gewinnen.
- **Aussichtsreiche Perspektiven:** Mittelfristig sollten zudem die Umwälzungen im Handel für deutlich höheren Bedarf an spezialisierten IT-Lösungen sorgen. Themen wie die Integration mobiler Devices oder das Zusammenwachsen unterschiedlicher Vertriebskanäle (Stichwort Omnichannel) sind ohne moderne IT-Strukturen nicht zu bewältigen.
- **Aktie unterbewertet:** Auf Basis der Annahme, dass GK Software schon im laufenden Jahr die Wachstumsschwäche aus 2012 überwinden und spätestens ab 2015 zu der alten Profitabilität zurückkehren kann, signalisiert unser Bewertungsmodell einen fairen Wert je Aktie von 38,30 Euro und damit ein Kurspotenzial von 36 Prozent.

SWOT-Analyse

Stärken

- Führender deutscher Anbieter spezialisierter Software für den Einzelhandel.
- Technologie- und Innovationsführerschaft.
- Produktqualität durch Kooperation mit SAP gedeckt.
- Who is who des deutschen Einzelhandels als namhafte Referenzkunden.
- Im Branchenvergleich günstige Kostenstrukturen durch Auslandsstandort.
- Hohe Eigenkapitalausstattung, sehr gute Nettoliquiditätsposition.
- Beeindruckende Historie mit dynamischem Wachstum und teilweise sehr hoher Profitabilität.

Chancen

- Technologischer Wandel im Einzelhandel (Stichwort Multichannel) dürfte den Bedarf an passenden, modernen IT-Lösungen deutlich erhöhen.
- Gewinnung und Einbindung von Integrationspartnern schreitet voran und sollte die Auslandsexpansion beschleunigen.
- Hoher Kostendruck im Einzelhandel erhöht den Bedarf an Software zur Effizienzsteigerung.
- Software-Systeme im deutschen Einzelhandel im Durchschnitt veraltet, Ersatzzyklus läuft an.
- Volle Vertriebspipeline (eigene und beim Partner SAP) erhöht die Wahrscheinlichkeit für auch kurzfristig deutlich steigende Umsätze.
- Gefallener Aktienkurs eröffnet hohes Erholungspotenzial, wenn sich die jüngste Wachstumsschwäche tatsächlich als nur vorübergehend erweisen sollte.

Schwächen

- Fehlende Internationalisierung der Kundenbasis erhöht die Abhängigkeit vom stagnierenden deutschen Einzelhandel.
- Relativ hohes Gewicht von einigen Großkunden.
- Geschäftsentwicklung von Großprojekten getrieben, Anteil der wiederkehrenden Umsätze noch gering.
- Umsatz- und Gewinneinbruch in 2012 und das ausbleibende Neugeschäft im ersten Quartal sorgen für Verunsicherung.
- Die Kooperation mit SAP entwickelt sich langsamer als vom Markt erwartet.

Risiken

- Die jüngste Investitionszurückhaltung des deutschen Einzelhandels könnte sich als langlebiger erweisen als derzeit angenommen.
- Ein massiver Einbruch der deutschen Konjunktur könnte die Stimmung im Handel zusätzlich belasten.
- Probleme bei einem Großprojekt würden sich spürbar auf die Umsatz- und vor allem auf die Gewinnzahlen auswirken.
- Verlust eines Großkunden wäre kurzfristig schwer zu kompensieren.
- Die Integration der AWEK-Gruppe muss noch bewältigt werden und könnte sich als anspruchsvoller als gedacht herausstellen.
- Die Zusammenarbeit mit den Implementierungspartnern ist noch nicht eingespielt. Umsetzungsprobleme können nicht ausgeschlossen werden.

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 Stehpan Kronmüller, deren Initiale den Unternehmensnamen bilden, sind in der Gesellschaft weiter aktiv, Rainer Gläß als Vorstandsvorsitzender und Stehpan Kronmüller als Leiter der Forschungsabteilung. Insgesamt beschäftigt der Konzern derzeit 573 Mitarbeiter.

Großer Programmierstandort in Tschechien

Diese verteilen sich im Wesentlichen auf die AG selbst sowie auf fünf 100-prozentige Töchter (und deren Beteiligungen). Der größte Standort ist mit 212 Beschäftigten der Firmensitz in Schöneck, wo unter dem Dach der Konzernmutter administrative Aufgaben, Produktentwicklung, Projektmanagement und Third-Level-Support angesiedelt sind. Nur unwesentlich kleiner ist die tschechische Tochter EUROS SOFTWARE aus Pilsen, die mit ihren 152 Mitarbeitern für einen Großteil der eigentlichen Softwareproduktion sowie für Forschung & Entwicklung verantwortlich ist. Der Schweizer Beteiligung StoreWeaver GmbH obliegt die Weiterentwicklung der Produktgruppe StoreWeaver EE, während der Schwerpunkt der erst seit Dezember 2012 zum Konzern dazugehörigen AWEK-Gruppe mit ihren zwei Standorten und 113 Mitarbeitern in IT-Serviceleistungen für den Einzelhandel liegt. Schließlich verfügt GK Software noch über eine russische Tochtergesellschaft, die mit einem Mitarbeiter den Vertrieb in Russland aufbaut.

Klare Marktführerschaft

Mit der Fokussierung auf Software für den Einzelhandel und insbesondere für den Filialeinzelhandel hat sich GK Software inzwischen zu einem führen-

den 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 21 Prozent auf das sächsische Unternehmen, im deutschen Lebensmittel-Discounthandel liegt der Anteil sogar über 40 Prozent des relevanten Marktes. Die gesamte weltweite Installationsbasis belief sich Ende 2012 auf 164.000 Systeme, die auf über 30.000 Filialen in 35 Ländern verteilt waren. Die Kundenbasis besteht zwar noch zum größten Teil aus deutschen Einzelhändlern (die Umsätze mit ausländischen Kunden lagen letztes Jahr bei 17 Prozent der Konzern Erlöse), doch zur Abdeckung von deren Auslandsaktivitäten bietet GK Software seine Produkte inzwischen in 36 unterschiedlichen Sprachvarianten an.

Erstklassige Referenzen

Entsprechend dem hohen Marktanteil gleicht die Kundenkartei von GK Software einem „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 Ausland vertrauen unter anderem die Coop Genossenschaft aus der Schweiz, der führende russische Lebensmittelhändler X5 Retail Group sowie Valora Retail, Europas zweitgrößter Betreiber von Kiosken und Kleinstläden, auf die Lösungen von GK Software. Von den insgesamt mehr als 40 Kunden sind die Segmente Lebensmittel, Drogerie & Haushalt, Mode & Lifestyle sowie Technik & Auto besonders stark vertreten. Hier profitiert GK Software 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.

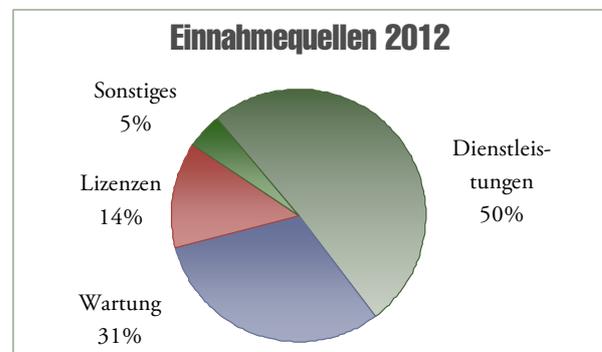
Umfassende Funktionalität

Seine starke Marktstellung verdankt GK Software der konsequenten Konzentration auf 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-gestützter 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. Trotz dieses großen Funktionsumfangs und der Modulvielfalt weist die Software zudem einen hohen Standardisierungsgrad auf, der eine vergleichsweise rasche Implementierung und verlässliche Kalkulation der Kosten ermöglicht.

Dienstleistungserlöse dominieren

Trotzdem handelt es sich bei dem Geschäft von GK Software überwiegend um Projektgeschäft, in dem Dienstleistungseinnahmen die Umsatzstruktur dominieren. Auf diese entfielen im letzten Geschäftsjahr fast 51 Prozent der Konzernerlöse. Darunter subsumiert das Unternehmen vor allem die Umsätze aus der Implementierung der Software, aber auch die Erlöse im Zusammenhang mit der Bedarfs- und Strukturanalyse sowie der Beratung und Gebühren für das Projektmanagement, Schulungen und die

Dokumentation fließen in diesen Posten ein. Eine wichtige Erlös-komponente machen schließlich die laufenden Anpassungen und Erweiterungen der Software aus. Weitere 31 Prozent seiner Umsätze verdient GK Software mit dem laufenden Support der Anwender und mit Wartungsarbeiten an den Systemen. Durch die Übernahme des Supportanbieters AWEK im letzten Dezember wird dieser Bereich zukünftig ein höheres Gewicht haben. Dies sollte auch für das reine Lizenzgeschäft gelten, das im letzten Geschäftsjahr aufgrund des außerordentlich schwachen Neukundengeschäfts lediglich 13,5 Prozent zu den Konzerneinnahmen beigesteuert hat. Ein Jahr zuvor waren es noch 26 Prozent.



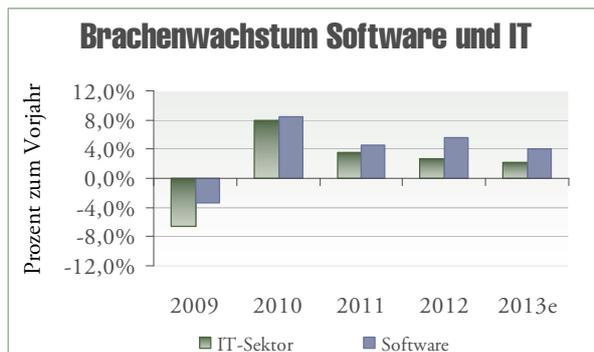
Partnerschaft mit SAP

Im Jahr 2011 wurde die Software der Sachsen durch SAP geadelt, die diese seitdem eigenen Kunden aus dem Handelsbereich als Branchenlösung anbietet. Die Partnerschaft, die SAP zuletzt auch auf den amerikanischen Markt ausgeweitet hat, umfasst fünf Elemente der GK/Retail Business Suite und erschließt GK Software einen sehr potenzialträchtigen Vertriebskanal. Dies gilt insbesondere für die ausländischen Märkte, die die Gesellschaft in Eigenregie nicht so intensiv bearbeiten kann wie den deutschen Einzelhandel. Aus der Kooperation sind in den letzten zwei Jahren bereits mehrere Projekte entstanden, unter anderem konnten der Spezialist für Haustierbedarf Fressnapf (mehr als 1.000 Märkte), der Kleinladenbetreiber Valora (2.700 Standorte) und die russische Modekette Modis (65 großformatige Modekaufhäuser) als Kunden gewonnen werden.

Marktumfeld

Software gewohnt wachstumsstark

Der Software-Markt gehört traditionell zu den wachstumsstärksten Branchen in der deutschen Volkswirtschaft. Auch innerhalb des IT-Sektors führen die Softwareunternehmen die Wachstumsrankings an. So konnte die Branche seit dem Krisenjahr 2009 mit Zuwachsraten von 4,5 bis 8,4 Prozent aufwarten, allein letztes Jahr erhöhte sich der Umsatz 5,6 Prozent auf 17,1 Mrd. Euro (Quelle: BITKOM). Für 2013 geht der Branchenverband BITKOM von einer Fortsetzung des Aufwärtstrends aus, wenn auch mit einer etwas geringeren Dynamik (4,1 Prozent).



Quelle: BITKOM

Einzelhandel stagniert preisbedingt

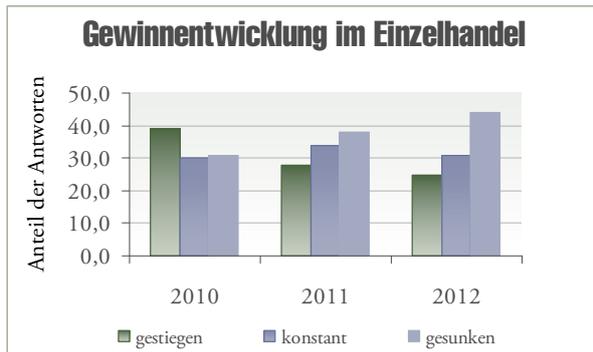
Weitaus relevanter als die Entwicklung der Softwarebranche ist für die Entwicklung von GK Software allerdings die Situation im deutschen Einzelhandel. Mit seinen 3 Mio. Beschäftigten und 400 Tsd. Betrieben erwirtschaftet der Sektor einen Jahresumsatz von 427,9 Mrd. Euro und trägt damit 16,2 Prozent zur deutschen Wirtschaftsleistung bei (Quelle: HDE). Dieser Anteil sinkt jedoch kontinuierlich, denn preisbereinigt stagnieren die Umsätze der Einzelhändler. So lag der letztjährige Einzelhandelsumsatz um zwei Prozent unter dem Stand von 2005, das Bruttoinlandsprodukt hat sich seitdem hingegen real um 11 Prozent erhöht.



Quelle: DESTATIS

Hoher Preisdruck

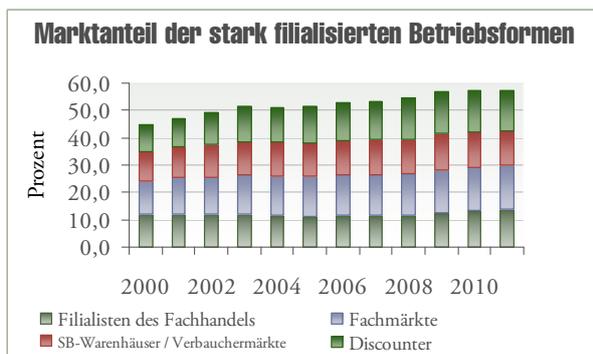
Die Ursache dieser Entwicklung ist eine insgesamt nur verhaltene Dynamik der Konsumausgaben in Verbindung mit einem fallenden Anteil des Einzelhandels am Konsum. Dieser ist seit dem Jahr 2000 von 34,5 auf 28,1 Prozent zurückgefallen, nicht zuletzt aufgrund der überdurchschnittlich steigenden Energiepreise und Gesundheitskosten. Darüber hinaus bremst die hohe Wettbewerbsintensität die Umsatzdynamik, weil sie den Unternehmen nur geringe Preissetzungsspielräume lässt. Einer Untersuchung des Marktforschungsinstituts ACNielsen zufolge liegt das deutsche Preisniveau (gemessen an einem Warenkorb aus 100 Markenartikeln) in Europa an letzter Stelle, rund 15 Prozent unter dem europäischen Durchschnitt. Entsprechend angespannt ist die Gewinnsituation in der Branche. Der Anteil der Unternehmen, die ihre Gewinne steigern konnten, lag selbst im Jahr 2010, in dem sich die Konjunktur kräftig von dem Einbruch in der Vorperiode erholte, unter 40 Prozent. 2012 ist er auf nur noch 25 Prozent abgerutscht, während 44 Prozent der Einzelhändler von sinkenden Gewinnen berichten.



Quelle: HDE

Filialisierung schreitet voran

Im Branchendurchschnitt führt die verhaltene Wachstumsdynamik im Trend zu restriktiven Investitionsbudgets, nicht zuletzt im Bereich IT. So hat eine Studie des EHI Retail Institute von 2012 ergeben, dass inzwischen mehr als ein Viertel der im Einzelhandel eingesetzten Softwareprodukte älter als zehn Jahre sind, im Schnitt sind die Programme bereits seit sieben Jahren im Einsatz. Doch die Stagnation betrifft nicht alle Segmente des Einzelhandels im gleichen Umfang. Gerade die von GK Software adressierten Filialketten konnten in den letzten Jahren ihren Marktanteil zulasten anderer Handelsformen ausweiten.



Quelle: HDE

So legten die Filialisten des Fachhandels zwischen dem Jahrtausendwechsel und dem Jahr 2011 von 12,2 auf 14,1 Prozent zu, die Discounter konnten ihren Marktanteil bis zum Jahr 2009 sogar um 50 Prozent auf 15,3 Prozent steigern, seitdem haben sie allerdings wieder 0,4 Prozentpunkte eingebüßt. Und auch die Selbstbedienungswarenhäuser und Verbrauchermärkte, die überwiegend auch von Handelsket-

ten betrieben werden, haben in dem betrachteten Zeitraum ihren Marktanteil um 1,8 Prozentpunkte gesteigert (Quelle: HDE).

Wachsende Komplexität erhöht IT-Bedarf

Das Wachstum der Handelsketten sorgt naturgemäß auf deren Seite für einen steigenden Bedarf an IT-Lösungen, mit denen sich ihre komplexen Organisationen effizient und zuverlässig steuern lassen. Darüber hinaus lässt auch das starke Wachstum des Sortiments die Anforderungen an die IT im Einzelhandel spürbar steigen. So wurden im Lebensmitteleinzelhandel im Jahr 2008 fast 7.500 Non-Food-Produkte, 2.700 Frischeprodukte und über 2.000 Getränke mehr gelistet als noch im Jahr 2000 (Quelle: BBE Handelsberatung, Institut für Handelsforschung). Aber auch die vielfältigen Instrumente zur Kundenbindung (Rabattaktionen, Treueprogramme etc.) sowie die zunehmende Vielfalt an unterschiedlichen Zahlungssystemen erhöhen die Ansprüche an die IT.

Steigende Bedeutung des Online-Handels

Und die Bedeutung der IT dürfte in Zukunft noch deutlich stärker steigen. Mit dem rasanten Wachstum des Onlinehandels und mit dem Siegeszug des mobilen Internets sowie der Omnipräsenz von Smartphones stehen auch die Einkaufsgewohnheiten und die Art und Weise, wie Händler mit ihren Kunden kommunizieren und wo und wie sie ihre Produkte präsentieren, vor einem grundlegenden Wandel. So hat der Onlinehandel in Deutschland seit 1999 von 1,25 auf 29,5 Mrd. Euro im letzten Jahr zugelegt und erreicht nun rund 7 Prozent des gesamten deutschen Einzelhandelsumsatzes. Für das laufende Jahr geht der HDE von einem weiteren Anstieg um 12 Prozent auf 33 Mrd. Euro aus. Inzwischen verwischen sich aber zunehmend die Grenzen zwischen dem stationären und dem Onlinehandel. So betreiben rund 20 Prozent der Einzelhändler bereits einen Onlineshop und machen damit signifikante Umsätze. Nach Angaben des HDE haben im Weihnachtsgeschäft 13 Prozent dieser Multi-Channel-Händler mehr als 10 Prozent ihrer Erlöse Online erzielt. Und laut der aktuellen Konjunkturumfrage des HDE zeigt sich die Gruppe der Multi-Channel-

Händler deutlich optimistischer, mehr als 60 Prozent der Anbieter rechnet für 2013 mit deutlich oder zumindest leicht über dem Vorjahr liegenden Umsätzen. Darüber hinaus wird nach einer Untersuchung des Instituts für Handelsforschung jeder dritte Kauf und sogar 50 Prozent des Umsatzes der stationären Händler in Online-Shops oder in anderen Internetquellen vorbereitet.

Megatrend Omnichannel-Handel

Doch das Thema Multichannel erschöpft sich nicht im Betrieb eines Online-Shops. Auch Bereiche wie die Integration mobiler Devices (Smartphones und Tablets) sowohl auf der Kunden- als auch auf der Händlerseite, das Angebot individualisierter Lieferdienste, das von immer mehr stationären Händlern als erfolgskritisch angesehen wird, mobile und berührungslose Zahlungssysteme und individualisierte Werbung und Angebote (Empfehlungsmarketing) stehen im Zusammenhang damit auf der Agenda. Nach Angaben des Bundesverbandes des Deutschen Versandhandels (BVH) hat sich beispielsweise im letzten Jahr der Anteil der Käufe über mobile Geräte auf 2 Mrd. Euro annähernd verdoppelt. Das sich damit abzeichnende enge Zusammenwachsen der

Vertriebsformen stationär, online und mobil dürfte deswegen unter dem Stichwort Omnichannel die nächsten Jahre im Einzelhandel prägen.

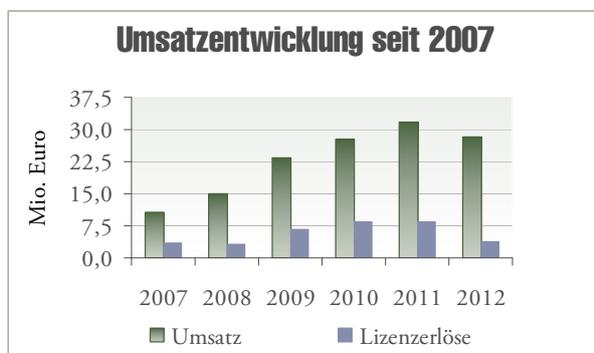
Investitionsschub erwartet

Vor diesem Hintergrund scheint sich aktuellen Umfragen zufolge im stationären Handel die Einsicht durchzusetzen, dass diesen Herausforderungen nicht mit veralteten IT-Strukturen begegnet werden kann. Nach einer Erhebung des EHI Retail Institute hat sich der Anteil der IT-Budgets in den letzten zwei Jahren bereits von 1,12 auf 1,14 Prozent vom Umsatz erhöht, und im Hinblick auf die kommenden drei Jahre gehen 52 Prozent der Unternehmen von einer weiter steigenden Quote aus. Abnehmende Investitionen in die IT erwarten hingegen nur 14 Prozent der Einzelhändler. Der Anteil der Händler, die in den kommenden drei Jahren in Business Intelligence-Systeme investieren wollen, hat sich sogar gegenüber dem Jahr 2011 auf 30 Prozent verdoppelt. Ähnlich hoch ist auch der Anteil der Unternehmen, die in neue Kassensysteme investieren wollen.

Zahlen

Hohes Umsatzwachstum – bis 2011

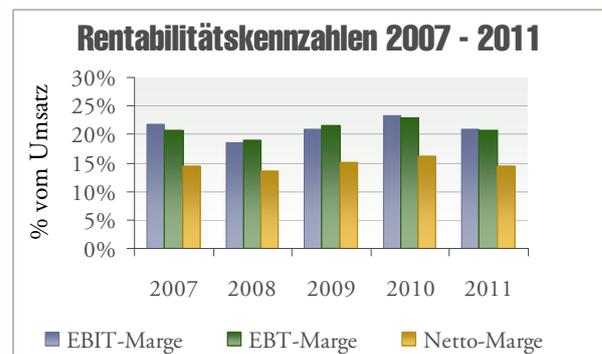
In den Jahren zwischen 2007 und 2011 hat GK Software den Umsatz fast verdreifacht, von 10,7 auf 31,8 Mio. Euro. Die jährlichen Zuwachsraten lagen dabei zwischen 55 und 14,7 Prozent. Ebenfalls stark, aber nicht ganz in dem Umfang des Gesamtumsatzes, haben sich in diesem Zeitraum die Erlöse mit Softwarelizenzen entwickelt, die um den Faktor 2,3 auf 8,3 Mio. Euro im Jahr 2011 zugelegt haben. Seit 2010 konnten die Lizenzerlöse allerdings nicht mehr signifikant erhöht werden. Nach einer Stagnation in 2011 musste im letzten Geschäftsjahr ein deutlicher Rückgang der Lizenzeinnahmen um mehr als die Hälfte auf 3,8 Mio. Euro hingenommen werden. Diese Entwicklung hat auch im Gesamtumsatz Spuren hinterlassen, dessen Wachstum sich 2011 auf 14 Prozent ermäßigt hat und der 2012 zum ersten Mal in der Unternehmensgeschichte rückläufig war – um 10,6 Prozent auf 28,4 Mio. Euro.



Zweistellige Nettorenditen – bis 2011

Das dynamische Wachstum bis 2011 ging mit einer sehr hohen Profitabilität einher. In den fünf Jahren seit 2007 war die EBIT-Marge nur einmal, im Jahr 2008, unter die Marke von 20 Prozent gerutscht, ansonsten bewegte sie sich zwischen 21 und 23 Prozent. Da die Sachsen nur vergleichsweise geringe Bankverbindlichkeiten haben, bewegte sich auch die Vorsteuerermarge zwischen 19,1 und 22,8 Prozent. Selbst nach Steuern lag die Umsatzrendite deutlich

im zweistelligen Bereich, im Durchschnitt der Jahre 2007 bis 2011 bei 14,7 Prozent.



Einbruch in 2012

Diese positive Entwicklung fand im letzten Geschäftsjahr ein Ende. Der Umsatz sank deutlich um 10,6 Prozent auf 28,4 Mio. Euro, die damit verbundene Unterauslastung ließ das EBIT um 88,1 Prozent und das Nettoergebnis um 85,1 Prozent einbrechen. Die erzielte Marge reduzierte sich infolgedessen auf magere 2,8 Prozent vor Steuern und Zinsen. Das Unternehmen begründet diese Entwicklung mit einem Bündel von Einflussfaktoren. Dazu gehören zum einen die anhaltende Krise in Europa und die sich gerade zum Jahresende deutlich abkühlende deutsche Konjunktur. Dies habe zusätzlich auf die Investitionsbereitschaft des Handels gedrückt, die derzeit ohnehin durch die Verunsicherung im Zusammenhang mit dem massiven Vordringen neuer Technologien und Vertriebsformen belastet wird. Denn angesichts der zahlreichen umwälzenden Entwicklungen, mit denen der Einzelhandel aktuell konfrontiert wird und die tendenziell steigende IT-Investitionen nach sich ziehen sollten, scheuen zahlreiche Marktteilnehmer derzeit größere IT-Projekte, mit denen sie sich unter Umständen zu früh festlegen und damit auf künftige Entwicklungen nicht flexibel reagieren könnten. Daher hat sich nach Angaben von GK Software die durchschnittliche Vertriebszeit für Projekte deutlich verlängert, von neun bis zwölf Monaten auf bis zu zwei Jahre. Schließlich

hat sich die Partnerschaft mit SAP nicht so dynamisch entwickelt, wie es von den Kapitalmarktteilnehmern erwartet worden war. Es konnten zwar einige Abschlüsse über diesen Kanal generiert werden, doch insgesamt deutlich weniger, als die Kooperation mit dem Walldorfer Softwarekonzern erhoffen ließ.

Geschäftszahlen	GJ 2011	GJ 2012	Änderung
Umsatz	31,75	28,40	-10,6%
EBITDA	8,60	2,86	-66,7%
EBITDA-Marge	27,1%	10,1%	
EBIT	6,65	0,79	-88,1%
EBIT-Marge	21,0%	2,8%	
Vorsteuerergebnis	6,57	0,82	-87,5%
Vorsteuerermarge	20,7%	2,9%	
Jahresüberschuss	4,56	0,67	-85,2%
Netto-Marge	14,4%	2,4%	

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

Viertes Quartal besonders schwach

Die genannten Entwicklungen kulminierten im vierten Quartal, in dem GK Software zusätzlich von der kurzfristigen Verschiebung erwarteter Projekte sowie von Verzögerungen in laufenden Vorhaben getroffen wurde. So lag der Neumonatsumsatz mit 22,4 Mio. Euro noch um mehr als 10 Prozent über dem Vorjahresstand. Das Ergebnis war aufgrund der erhöhten Vorleistungen in den Vertrieb zwar auch schon in den ersten drei Quartalen im Vorjahresvergleich leicht rückläufig, doch mit einer Marge von 11 Prozent bewegte sich das EBIT immer noch auf einem komfortablen Niveau. Dies änderte sich zum Jahresende. Bei einem Quartalsumsatz von nur noch 6,0 Mio. Euro (Vorjahr 11,5 Mio. Euro) musste GK Software ein negatives Quartals-EBIT von -1,7 Mio. Euro und einen Quartalfehlbetrag von -1,1 Mio. Euro ausweisen. Auch der operative Cashflow ist im vierten Quartal mit etwas mehr als einer halben Mio. Euro ins Minus gerutscht, im Gesamtjahr blieb deswegen nur ein operativer Cash-Überschuss von 3,1 (Vorjahr: 4,7 Mio. Euro).

Großakquisition noch ohne Auswirkungen

Noch keine größeren Auswirkungen auf die Zahlen des letzten Jahres hatte die im Dezember vollzogene Übernahme der AWEK-Gruppe, eines in Deutschland führenden Anbieters von IT-Serviceleistungen für den Einzelhandel, der zudem auf dem Gebiet POS-Software (Point-of-Sale) zu den wichtigsten Konkurrenten der Sachsen gehörte. Das Unternehmen hat noch 2011 12,3 Mio. Euro Umsatz und ein positives Ergebnis erzielt. Im letzten Geschäftsjahr war das Ergebnis hingegen bei 11,9 Mio. Euro Umsatz mit 2,3 Mio. Euro deutlich im negativen Bereich. Auf den Konzernabschluss von GK Software entfielen hiervon ein Umsatzbeitrag von 0,5 Mio. Euro und ein Ergebnis von -0,1 Mio. Euro. Die Stärke der AWEK-Gruppe ist ihre Kompetenz bei der Erbringung von telefonischen und Vor-Ort-Supportleistungen rund um die im Einzelhandel eingesetzte Hard- und Software. Darüber hinaus verfügt das Unternehmen über eine stabile Kundenbasis, die zwei größten Kunden haben erst kürzlich langjährigen Vertragsverlängerungen zugestimmt. Allerdings hat die AWEK-Gruppe noch mit mehreren Altlasten zu kämpfen, weswegen das Management von GK Software frühestens ab 2014 mit einem signifikant positiven Ergebnisbeitrag kalkuliert, für das laufende Jahr wird zusätzlich mit einem Restrukturierungsaufwand im mittleren sechsstelligen Betrag gerechnet.

Umsatz im ersten Quartal gesteigert

Umsatzmäßig war der Beitrag der AWEK-Gruppe schon im ersten Quartal des laufenden Jahres signifikant. Das von ihr gebildete neue Geschäftsfeld „IT-Services“ erlöste 2,5 Mio. Euro und war damit ausschlaggebend für den um 21,8 Prozent, von 7,4 auf 9,1 Mio. Euro, gestiegenen Quartalsumsatz. Demgegenüber haben sich die Einnahmen des „Altkonzerns“ um 11,7 Prozent oder rund 0,9 Mio. Euro ermäßigt. Ausschlaggebend dafür war der rückläufige Lizenzumsatz, der sich aufgrund eines schwächeren Neugeschäfts von 1,7 Mio. Euro im Vorjahr auf 0,4 Mio. Euro reduzierte. Das Unternehmen relativiert diesen Rückgang durch den Verweis auf das im Vorjahresquartal außergewöhnlich starke Lizenzgeschäft, gegenüber den Vergleichszahlen aus den Jahren 2011

und 2010 waren die Lizenzeinnahmen des ersten Quartals hingegen stabil. Solide haben sich auch die Wartungs- und Dienstleistungsumsätze des „Altkonzerns“ entwickelt. Aus Wartungsverträgen flossen GK Software zwischen Januar und März wie im Vorjahr Einnahmen von 2,0 Mio. Euro zu, die Dienstleistungsumsätze erhöhten sich um 7,1 Prozent auf knapp 4 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	Q1 2012	Q1 2013	Änderung
Umsatz	7,44	9,07	21,8%
EBITDA	1,86	0,18	-90,3%
EBITDA-Marge	25,0%	2,0%	
EBIT	1,39	-0,42	
EBIT-Marge	18,7%	-4,6%	
Vorsteuerergebnis	1,37	-0,41	
Vorsteuer marge	18,5%	-4,5%	
Periodenergebnis	1,14	-0,49	
Netto-Marge	15,3%	-5,4%	

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

Negatives Quartalsergebnis

Da gleichzeitig im Vorjahresvergleich der Personalbestand und damit auch der Personalaufwand (hauptsächlich durch die AWEK-Akquisition) um insgesamt fast 32 Prozent erhöht wurden, blieb das

Ergebnis deutlich hinter den Werten aus dem ersten Quartal 2012 zurück. Das EBITDA reduzierte sich um 90 Prozent auf 0,2 Mio. Euro, nach Abzug der von 0,5 auf 0,6 erhöhten Abschreibungen rutschte das EBIT mit -0,4 Mio. Euro ins Minus. Nach Steuern resultierte daraus ein Quartalsfehlbetrag von -0,5 Mio. Euro. Trotzdem konnte der operative Cashflow deutlich im positiven Bereich gehalten werden. Nach 7,4 Mio. Euro im Vorjahr lag dieser, vor allem dank reduzierter Forderungen, bei 4,3 Mio. Euro. Bei nur geringen Abflüssen für Investitionen und Finanzierung erhöhte sich der Liquiditätsbestand infolgedessen auf 14,0 Mio. Euro. Die Nettoliquidität belief sich damit zum 31. März auf 10,5 Mio. Euro – fast ein Viertel der Bilanzsumme.

Prognose bestätigt

Unter Verweis auf die volle Vertriebspipeline hat GK Software trotz des organischen Umsatzrückgangs und trotz des Fehlbetrags im ersten Quartal die eigene Prognose für das Gesamtjahr bestätigt. Demnach erwartet das Unternehmen auch bereinigt um den Konsolidierungseffekt aus der AWEK-Übernahme ein Umsatzwachstum und ein Margenniveau (im „Altkonzern“) in der Größenordnung der Vorjahre.

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. Mehrere Trends wie das Zusammenwachsen der Vertriebskanäle (Stichwort Omnichannel) sprechen dafür, dass der Geschäftsalltag des Einzelhandels in den kommenden Jahren deutlich an Komplexität gewinnen dürfte und dass diese steigende Komplexität die Nachfrage nach passenden IT-Lösungen antreiben sollte. Mit der führenden Position als Software-Lieferant für den deutschen Einzelhandel ist GK Software gut aufgestellt, um von diesem Trend zu profitieren.

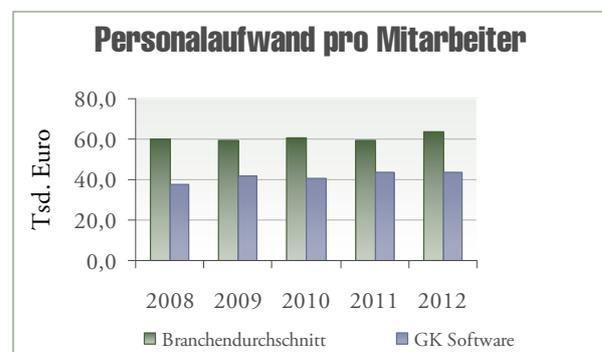
Innovationsstärke

Diese starke Position verdankt GK Software zu einem gewichtigen Teil dem hohen technologischen Standard der Software. Dank der Systemunabhängigkeit, des großen Funktionsumfangs 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. Dazu gehören Themen wie die Integration mobiler Devices wie Tabletcomputern oder Smartphones zur verbesserten Kundenbindung oder direkt zur Verkaufsförderung, der Umgang mit massiv ansteigenden Datenvolumina (Big Data), Echtzeitanalysen und -aktionen (InMemory-Computing, SAP HANA), zentrale IT-Architekturen, Cloud Computing oder Self-Checkout-Lösungen. Um sich weiter als Innovationsführer behaupten zu können, spielen Forschung und Entwicklung eine zentrale Rolle in der Unternehmensstrategie. Im letzten Jahr beliefen sich die entsprechenden Aufwendungen auf insgesamt 1,6 Mio. Euro oder 5,5 Prozent vom Umsatz (hiervon wurden 0,7 Mio. Euro als Entwicklungs-

kosten aktiviert). Einen besonderen Stellenwert innerhalb des Unternehmens hat das so genannten GK Futurelab, in dem ein Expertenteam unter der Leitung des Gründers und stellvertretenden Technikvorstands Stefan Kronmüller systematisch neue IT-Trends im Hinblick auf deren Eignung für den Einzelhandelsbereich analysiert.

Niedrige Personalkosten

Bemerkenswerterweise kann GK Software diese Innovationskraft mit günstigen Personalkosten kombinieren, die das Unternehmen vor allem seinem großen Standort in Pilsen verdankt. Da die dort angesiedelten 152 Mitarbeiter einen großen Teil der Programmier- und Softwareentwicklungsarbeiten erledigen, profitiert GK Software spürbar von den niedrigeren Lohnkosten in Tschechien. Wie der untenstehenden Graphik zu entnehmen ist, liegt der Personalaufwand pro Kopf bei GK Software derzeit bei 43,7 Tsd. Euro (auf Jahresendbasis, ohne die AWEK-Mitarbeiter), im Branchendurchschnitt (ermittelt aus den Zahlen von zehn weiteren börsennotierten Softwareunternehmen) betrug der Wert im letzten Geschäftsjahr hingegen 63,8 Tsd. Euro. Der Lohnkostenvorteil hat zwar im Trend der letzten Jahre abgenommen, doch ist er mit rund 30 Prozent immer noch beträchtlich und stellt bei einer Personalaufwandsquote von weit über 50 Prozent (im Schnitt der letzten Jahre) einen wichtigen Konkurrenzvorteil der Sachsen dar.



Quelle: SMC-Research

Hohe Profitabilität

Dass die Kostenvorteile nicht durch Produktivitätseinbußen aufgezehrt werden, zeigt die Profitabilität der Jahre bis 2011. Mit einer EBITDA-Marge von bis zu 23 Prozent und einer Netto-Umsatzrendite von bis zu 16 Prozent konnte GK Software bereits klar unter Beweis stellen, dass sich das Geschäft hochprofitabel betreiben lässt. Dadurch konnte auch die Eigenkapitalrendite trotz des nur geringen Fremdkapitalanteils deutlich im zweistelligen Bereich etabliert werden. Auch wenn im Jahr 2012 und im ersten Quartal 2013 das vorherige Profitabilitätsniveau deutlich verfehlt wurde, verdeutlichen die früheren Zahlen doch das Ertragspotenzial des hochskalierbaren Geschäfts. Die Überwindung der jüngsten Auftragsflaute und die Gewinnung einiger neuer Projekte würde die Ergebniszahlen bei weitgehend gegebenen Kosten sehr deutlich nach oben treiben.

AWEK-Übernahme erhöht Stabilität

Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass GK Software erneut an die Margenrekorde des Jahres 2010 anknüpfen können (EBIT-Marge von 23,2 Prozent). Denn mit der Übernahme der AWEK-Gruppe wurde das Servicegeschäft deutlich gestärkt, das im Vergleich mit Softwareverkäufen spürbar margenschwächer ist. Diese Verschiebung im Umsatzmix nimmt das Unternehmen aber bewusst in Kauf, um dafür die Abhängigkeit von Großprojekten und von den volatilen Lizenzverkäufen zu reduzieren. Auch stärkt GK Software damit seine Marktposition, weil nun ein erweitertes Leistungsspektrum angeboten werden kann. Über diesen Umsatzmix-Effekt hinaus dürfte die Konzernprofitabilität in den kommenden zwei Jahren noch darunter leiden, dass bei der AWEK-Gruppe zunächst umfassende Integrationsaufgaben sowie die Aufarbeitung der Altlasten bewältigt werden müssen, bevor die neue Tochter einen signifikanten Beitrag zum Konzernergebnis beitragen kann.

Internationalisierung mit Partnerprogramm

Große Wachstumsoptionen bestehen für GK Software noch im Ausland, wo das Unternehmen bisher vor allem die dort aktiven Kunden aus dem deutschen Einzelhandel betreut. Daher liegt die Software

bereits in 35 unterschiedlichen Sprachversionen vor, auch die Fiskalisierung (Anpassung an die Steuersysteme) ist für viele wichtige Märkte abgeschlossen. Doch das Geschäft mit ausländischen Handelsketten befindet sich trotzdem noch in der Anfangsphase. Seit zwei Jahren legt das Unternehmen allerdings einen verstärkten Schwerpunkt auf die Internationalisierung und hat beispielsweise 2011 eine Niederlassung in Russland eröffnet. Auch in den USA besteht eine kleine Vertriebsniederlassung. Vor allem aber hat die 2011 gestartete Zusammenarbeit mit SAP, in deren Rahmen SAP die Software der Sachsen als eine eigene Branchenlösung anbietet, einen großen Vertriebskanal in vielen Regionen eröffnet. Um den ausländischen Kunden auch die passenden Dienstleistungen anbieten zu können, ohne gleichzeitig weltweit eigene Kapazitäten aufbauen zu müssen, setzt GK Software zudem seit dem letzten Jahr verstärkt auf die Zusammenarbeit mit Systemintegratoren und großen IT-Dienstleistern. So konnte im Januar eine entsprechende Kooperation mit HP bekannt gegeben werden, im April wurde die Zusammenarbeit mit RedIron besiegelt, einem Implementierungsspezialisten mit einer starken Marktstellung im nord- und zentralamerikanischen Einzelhandel.

Solide Bilanz eröffnet Wachstumsoptionen

Um neue Kunden zu gewinnen oder das eigene technologische Portfolio zu erweitern, kauft GK Software selektiv kleinere Wettbewerber auf. So brachte die Übernahme der AWEK-Gruppe nicht nur die Stärkung des Servicegeschäfts, sondern auch mehrere namhafte Kunden für die POS-Lösungen sowie eine innovative Lösung, um an den Frischetheken die auf dem gesundheitsgefährdenden Thermopapier bedruckten Bons durch einen Barcode auf der Tüte zu ersetzen. Mit einer Eigenkapitalquote von zuletzt 62 Prozent und einer Nettoliquidität von 10,5 Mio. Euro verfügt GK Software nicht nur über eine stabile Basis, um Schwächephasen zu überstehen, sondern auch über genug finanzielle Potenz, um Akquisitionschancen ergreifen zu können.

Niedrige Bewertung

Aus der Perspektive des Aktienmarktes bietet der durch die letztjährige operative Schwäche bedingte

deutliche Kursrückgang die Chance auf eine kräftige Erholungsbewegung, sobald sich eine Trendwende abzeichnet. Und angesichts einer vollen eigenen Vertriebspipeline, der zuletzt sogar auf den nordamerikanischen Markt ausgeweiteten Partnerschaft mit SAP und der durch die Kooperationen mit HP und RedIron nun deutlich verbesserten Voraussetzungen

für eine beschleunigte Internationalisierung stehen die Chancen für eine Rückkehr auf den Wachstumspfad nicht schlecht. Wir haben in unserem Modell ein solches Erholungsszenario unterstellt und sehen auf dieser Basis eine Kurschance von 36 Prozent (siehe Bewertungsteil).

DCF-Modell

Kräftiger Umsatzsprung

Im Rahmen des DCF-Modells gehen wir davon aus, dass die jüngste Wachstumsschwäche im laufenden Jahr überwunden werden kann. Dafür spricht die volle Vertriebspipeline sowohl bei GK Software selbst als auch bei dem Partner SAP. Auch dürfte die Einbindung der Integrationspartner ab dem zweiten Halbjahr den internationalen Vertrieb erleichtern und damit den Lizenzverkauf ankurbeln. Und schließlich deuten jüngste Branchenumfragen auf eine zunehmende Investitionsbereitschaft des Einzelhandels hin. In Verbindung mit der ganzjährigen Konsolidierung der im Dezember übernommenen AWEK-Gruppe rechnen wir für 2013 mit einem 45-prozentigen Umsatzanstieg auf 41 Mio. Euro. Von dieser Basis ausgehend unterstellen wir für die folgenden Jahre Zuwächse von bis zu 15 Prozent p.a. Die gegenüber früheren Jahren geringere Dynamik ist der höheren Basis und der Verschiebung der Umsatzzusammensetzung zugunsten von Dienstleistungen und Wartung geschuldet.

Ergebnis 2013 noch belastet

Die angenommene Rückkehr auf den Wachstumspfad und die damit verbundene bessere Auslastung des Personals sollten 2013 auch zu einer deutlichen Ergebnisverbesserung beitragen. Durch den im Zuge der Akquisition erhöhten Personalbestand und die nun höhere Materialaufwandsquote in Verbindung mit den Integrations- und Umstrukturierungskosten bei der AWEK dürfte der EBITDA-Anstieg im laufenden Jahr aber noch hinter dem Umsatzwachstum bleiben. Anders als das EBIT, für das wir aufgrund der niedrigeren Basis und der fast gleichbleibenden Abschreibungen eine Zunahme um über 60 Prozent auf 1,3 Mio. Euro erwarten. Damit korrespondiert die Erwartung eines im gleichen Umfang erhöhten Vorsteuerergebnisses von 1,3 Mio. Euro. Somit sehen wir für den Gesamtkonzern für das laufende Jahr noch ein Margenniveau, das spürbar unter den Werten aus der Vergangenheit liegt. Die EBIT-Marge würde damit bei 3,1 Prozent und die Nettorendite

bei 2,2 Prozent liegen. Eine Rückkehr in den früheren Profitabilitätskorridor erwarten wir erst für das Jahr 2015. Hierfür ist es aber notwendig, dass die Restrukturierung und Integration der AWEK-Gruppe plangemäß verlaufen und dass das Unternehmen spätestens ab diesem Zeitpunkt einen deutlich positiven Ergebnisbeitrag leistet. Auf Basis dieser Annahme sehen wir für die EBIT-Marge Potenzial bis ca. 17,5 Prozent. Aufgrund des sich in wenigen Jahren zuspitzenden Fachkräftemangels und des absehbaren Aufwärtsdrucks bei Gehältern (vor allem in Tschechien) haben wir zum Ende des Detailprognosezeitraums aber wieder eine steigende Personalaufwandsquote und damit eine leicht abnehmende EBIT-Marge modelliert.

Detailprognosezeitraum

Die Tabelle auf der folgenden Seite zeigt die wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2013 bis 2020, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GU und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einer EBIT-Marge von 9,9 Prozent und einem ewigen Cashflow-Wachstum von 1,0 Prozent.

Diskontierungszins

Den aus diesen Prämissen resultierenden freien Cashflow diskontieren wir mit den WACC (Weighted Average Cost of Capital), wobei wir einen FK-Zins von 7,5 Prozent ansetzen. Den Eigenkapitalkostensatz ermitteln wir mit Hilfe des CAPM (Capital Asset Pricing Model). Als sicheren Zins nehmen wir mit 3,5 Prozent einen gemittelten Wert der deutschen Umlaufrendite, die Marktrisikoprämie taxieren wir mit 5,4 Prozent auf einen für Deutschland angemessenen Durchschnittswert (Quelle: Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Luis Corres: Market risk premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers). In Kombination mit einem Beta von 1,2 resultiert hieraus ein WACC-Satz von 8,8 Prozent.

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzerlöse	41,2	47,4	52,1	57,1	62,2	67,5	72,9	78,8
Umsatzwachstum		15,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
EBIT-Marge	3,1%	10,0%	15,2%	16,4%	17,5%	17,2%	16,8%	16,5%
EBIT	1,3	4,7	7,9	9,4	10,9	11,6	12,3	13,0
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	0,4	1,4	2,4	2,8	3,3	3,5	3,7	3,9
NOPAT	0,9	3,3	5,6	6,6	7,6	8,1	8,6	9,1
+ Abschreibungen & Amortisation	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9	2,1	2,2	2,3
+ 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	3,3	5,5	7,6	8,5	9,5	10,2	10,8	11,4
- Zunahme Net Working Capital	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0
- Investitionen AV	-2,0	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0
Free Cashflow	1,3	3,3	5,2	6,0	6,9	7,4	7,9	8,4

SMC-Schätzmodell

Kursziel: 38,30 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,8 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Unternehmenswert von 67,9 Mio. Euro. Zuzüglich des von uns als nicht betriebsnotwendig eingestuften Teils der Nettoliquidität (4,0 Mio. Euro) und abzüglich des verzinslichen Fremdkapitals ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 68,6 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 38,30 Euro, womit unser Bewertungsmodell für die Aktie von GK Software ein Aufwärtspotenzial von 36 Prozent signalisiert.

Mittleres 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 hat gerade das letzte Jahr verdeutlicht, dass die relativ schmale Kundenbasis in Verbindung mit einer vergleichsweise stark ausgeprägten Abhängigkeit von

einzelnen Projekten durchaus zu heftigen Ausschlägen führen kann. Mit dem fortschreitenden Wachstum, der Internationalisierung und dem zunehmenden Anteil des wiederkehrenden Wartungsgeschäfts dürfte die Prognosesicherheit in Zukunft zwar noch steigen, doch kurzfristig sorgt die Übernahme der AWEK-Gruppe zunächst für eine erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung von Umsatz und Gewinn. Aus dieser Überlegung heraus halten wir zum gegenwärtigen Zeitpunkt den Ansatz eines in Summe leicht erhöhten mittleren Prognoserisikos (4 Punkte) für angemessen.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 32,03 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,8 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 47,89 Euro im optimistischsten Fall. Demnach verfügt die Aktie selbst bei Wahl der restriktivsten Annahmen über ein Kurspotenzial von 14 Prozent.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflowwachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
WACC					
7,8%	47,89	45,54	43,54	41,81	40,30
8,3%	44,20	42,27	40,60	39,15	37,87
8,8%	41,05	39,44	38,30	36,80	35,71
9,3%	38,32	36,96	35,77	34,71	33,77
9,8%	35,93	34,78	33,76	32,85	32,03

Fazit

GK Software hat sich seit 1990 auf die IT-Bedürfnisse des Filialeinzelhandels spezialisiert und ist seitdem zum technologisch führenden Anbieter in Deutschland aufgestiegen. Bis 2011 konnte das Unternehmen diese Entwicklung auch in hohe Wachstumszahlen und deutlich zweistellige Renditen ummünzen. Doch zum Ende des letzten Geschäftsjahres musste ein deutlicher Umsatz- und Gewinnrückgang hingenommen werden, der vor allem durch eine zunehmende Investitionszurückhaltung des Einzelhandels bedingt wurde. Auch wenn sich die Schwäche auch im ersten Quartal fortsetzte, spricht vieles dafür, dass es sich um ein vorübergehendes Phänomen handelt. Denn der Bedarf an modernen IT-Lösungen dürfte im Einzelhandel angesichts des absehbaren Zusammenwachsens der Online-, Offline- und Mobilwelten (Stichwort Omnichannel) tendenziell eher steigen. Dementsprechend verfügt GK Software

aktuell über eine prall gefüllte Vertriebspipeline, die schon kurzfristig für wieder deutlich steigende Einnahmen sorgen könnte. Darüber hinaus hat das Unternehmen in den letzten Jahren mit der SAP-Kooperation und der anlaufenden Einbindung von Integrationspartnern die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Internationalisierungsstrategie deutlich verbessert.

Im Rahmen unseres Bewertungsmodells gehen wir davon aus, dass die jüngste Wachstumsschwäche relativ rasch überwunden werden kann und dass die Internationalisierungsstrategie gelingt. Auf dieser Basis sehen wir einen fairen Wert von 38,30 Euro je Aktie – rund 36 Prozent über dem aktuellen Börsenkurs. Insgesamt sehen wir derzeit mehr Chancen als Risiken und vergeben angesichts des beträchtlichen Kurspotenzials das Rating „Buy“.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
AKTIVA									
I. AV Summe	16,3	15,9	16,1	16,6	17,3	18,1	18,9	19,6	20,3
1. Immat. VG	10,9	10,1	10,0	10,0	10,3	10,8	11,2	11,6	11,9
2. Sachanlagen	4,9	5,2	5,6	6,0	6,4	6,8	7,1	7,5	7,8
II. UV Summe	27,8	29,6	33,0	37,4	41,6	46,1	50,8	55,3	60,7
PASSIVA									
I. Eigenkapital	28,2	29,1	32,0	36,4	40,8	45,7	50,3	54,7	59,4
II. Rückstellungen	4,3	4,8	5,3	5,8	6,3	6,8	7,4	7,9	8,5
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,3	3,3	3,1	2,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,2
2. Kurzfristiges FK	8,3	8,4	8,7	8,9	9,0	9,2	9,6	10,1	10,9
BILANZSUMME	44,1	45,5	49,1	54,0	58,9	64,2	69,6	74,9	81,0

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzerlöse	28,4	41,2	47,4	52,1	57,1	62,2	67,5	72,9	78,8
Gesamtleistung	29,0	42,0	48,4	53,2	58,2	63,4	68,8	74,2	80,1
Rohertrag	28,4	38,7	44,8	49,5	54,3	59,4	64,6	69,9	75,7
EBITDA	2,9	3,6	6,9	10,0	11,3	12,8	13,6	14,5	15,3
EBIT	0,8	1,3	4,7	7,9	9,4	10,9	11,6	12,3	13,0
EBT	0,8	1,3	4,8	8,1	9,6	11,3	12,2	13,0	13,9
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,7	0,9	3,4	5,6	6,7	7,9	8,6	9,1	9,7
JÜ	0,7	0,9	3,4	5,6	6,7	7,9	8,6	9,1	9,7
EPS	0,38	0,50	1,88	3,15	3,74	4,41	4,78	5,10	5,43

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Cashflow	1,2	3,3	5,5	7,7	8,6	9,8	10,6	11,3	12,1
CF operativ	3,1	3,3	5,7	7,8	8,8	9,9	10,7	11,4	12,1
CF aus Investition	-4,0	-2,0	-2,4	-2,5	-2,6	-2,7	-2,8	-2,9	-3,0
CF Finanzierung	-2,7	-0,1	-0,8	-1,8	-2,9	-3,7	-4,3	-5,1	-5,0
Liquidität Jahresanfa.	13,9	10,3	11,4	13,9	17,4	20,7	24,1	27,7	31,0
Liquidität Jahresende	10,3	11,4	13,9	17,4	20,7	24,1	27,7	31,0	35,0

Kennzahlen

Prozent	12 2012	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020
Umsatzwachstum	-10,5%	45,0%	15,0%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%	8,0%
Rohertagsmarge	99,8%	93,8%	94,6%	94,9%	95,1%	95,4%	95,6%	95,9%	96,1%
EBITDA-Marge	10,1%	8,8%	14,6%	19,1%	19,8%	20,5%	20,2%	19,8%	19,5%
EBIT-Marge	2,8%	3,1%	10,0%	15,2%	16,4%	17,5%	17,2%	16,8%	16,5%
EBT-Marge	2,9%	3,1%	10,1%	15,4%	16,8%	18,1%	18,1%	17,9%	17,6%
Netto-Marge (n.A.D.)	2,4%	2,2%	7,1%	10,8%	11,7%	12,7%	12,7%	12,5%	12,4%

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), 4)

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

II) Erstellung und Aktualisierung

Die vorliegende Finanzanalyse wurde erstellt von: Dr. Adam Jakubowski

Die sc-consult GmbH verwendet bei der Erstellung ihrer Finanzanalysen ein fünfgliedriges Urteilsschema hinsichtlich der Kurservartung 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 vorletzten 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
-	-	-	-

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.