

18. Juni 2014
Research Studie

SMC Research
Small and Mid Cap Research

GK Software AG

Großer Gewinnsprung erwartet

Urteil: **Buy** (unverändert) | Kurs: **42,00 Euro** | Kursziel: **55,60 Euro**

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

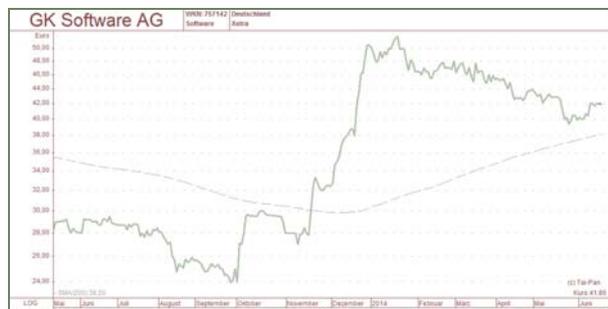
Bitte beachten Sie unseren Disclaimer auf der letzten Seite!

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	8
Zahlen	12
Equity-Story	15
DCF-Bewertung.....	18
Fazit	20
Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose	21
Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen.....	22
Impressum & Disclaimer.....	23

Snapshot



Stammdaten

Sitz: Schöneck
Branche: Einzelhandels-Software
Mitarbeiter: 554
Rechnungslegung: IFRS

ISIN: DE0007571424
Kurs: 42,00 Euro
Marktsegment: Prime Standard
Aktienzahl: 1,89 Mio. Stück
Market Cap: 79,4 Mio. Euro
Enterprise Value: 63,0 Mio. Euro
Free-Float: 44,8 %
Kurs Hoch/Tief (12 M): 52,00 / 23,50 Euro
Ø Umsatz (Xetra, 12 M): 61,3 Tsd. Euro

Kurzportrait

Mit der Spezialisierung auf Einzelhandels-Software gehört GK Software zu den erfolgreichsten Software-Unternehmen in Deutschland. Auch wenn die bisherige Erfolgsstory in den letzten zwei Jahren durch die anhaltende Investitionszurückhaltung des deutschen Einzelhandels unterbrochen wurde, verfügt die Gesellschaft über alle Voraussetzungen, um die starke Marktposition in weiteres Umsatz- und vor allem Ergebniswachstum umzumünzen. Neben dem innovativen Produktportfolio und der großen Projektpertise sehen wir vor allem die intensive Zusammenarbeit mit SAP als einen zentralen Konkurrenzvorteil, um auch in Übersee stärker Fuß zu fassen.

Auf der Grundlage dieser Positionierung und der vollen Vertriebspipeline erwarten wir für das laufende Jahr ungeachtet der negativen Ergebnisentwicklung im ersten Quartal eine deutliche Umsatz- und vor allem Ergebnisausweitung und sehen auf dieser Basis und unter Hinzurechnung einer unterstellten Übernahmepremie von 25 Prozent weiteres Kurspotenzial bis 55,60 Euro. Unser Urteil bleibt deswegen unverändert „Buy“.

GJ-Ende: 31.12.	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz (Mio. Euro)	31,8	28,4	42,5	49,2	56,5	63,6
EBIT (Mio. Euro)	6,7	1,2	0,9	5,3	7,7	11,0
Jahresüberschuss	4,6	1,1	0,6	3,7	5,6	7,9
EpS	2,55	0,59	0,32	1,98	2,94	4,19
Dividende je Aktie	0,50	0,00	0,25	0,50	1,30	2,00
Umsatzwachstum	14,7%	-10,5%	49,4%	15,8%	15,0%	12,5%
Gewinnwachstum	2,1%	-77,0%	-45,5%	553,3%	48,4%	42,7%
KUV	2,50	2,79	1,87	1,61	1,40	1,25
KGV	17,4	75,5	138,5	21,2	14,3	10,0
KCF	16,72	24,96	46,16	15,46	11,96	8,89
EV / EBIT	9,5	51,1	72,1	12,0	8,1	5,7
Dividendenrendite	1,2%	0,0%	0,6%	1,2%	3,1%	4,8%

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.
- **Skalierbares und profitables Geschäft:** In der Vergangenheit hat GK Software die Ertragspotenziale des Geschäftsmodells bereits eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Bei hohen Wachstumsraten erzielten die Sachsen bis 2011 regelmäßig zweistellige Margen und hohe Cashflow-Überschüsse.
- **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.
- **Enge SAP-Partnerschaft:** Die Qualität der GK-Produkte hat auch die SAP AG überzeugt, die die Software seit 2011 an eigene Einzelhandelskunden vertreibt. Inzwischen sind aus der Partnerschaft, die 2013 auch auf den nordamerikanischen Markt ausgeweitet wurde, bereits zahlreiche gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen.
- **Megatrend Omnichannel:** Entwicklungen wie der Siegszug 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.
- **Ergebnisschwäche seit 2012:** Gleichzeitig sorgt die Entwicklung aber auch für eine ausgeprägte Verunsicherung der Händler und damit für eine seit 2012 anhaltende Investitionszurückhaltung. GK Software musste infolgedessen 2012 einen rückläufigen Umsatz und in den letzten beiden Jahren ein deutlich schwächeres Ergebnis hinnehmen.
- **Volle Pipeline:** Mehrere Faktoren sprechen dennoch dafür, dass es sich um eine vorübergehende Schwäche handelt. So verfügt GK Software über eine sehr umfangreiche Vertriebspipeline, darüber hinaus hat die SAP-Partnerschaft im letzten Jahr deutlich an Intensität gewonnen.
- **Übernahmephantasie:** Die Partnerschaft mit SAP sorgt unter Anlegern für Übernahmephantasie bezüglich der GK Software-Aktie. Diese hat im Dezember 2013 zusätzliche Nahrung erhalten, als der DAX-Konzern im Rahmen einer Kapitalerhöhung einen Anteil von 5,3 Prozent an GK-Software erwarb und sich zudem das Vorkaufsrecht für die Mehrheitsanteile der beiden Gründer sicherte.

SWOT-Analyse

Stärken

- Führender deutscher Anbieter spezialisierter Software für den Einzelhandel.
- Technologie- und Innovationsführerschaft.
- Umfassende Partnerschaft mit SAP, die mit einer Kapitalbeteiligung und einem Vorkaufsrecht unterlegt ist.
- Zahlreiche und 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.
- Die Kooperation mit SAP sollte die Auslandsexpansion spürbar beschleunigen.
- Hoher Kostendruck im Einzelhandel erhöht den Bedarf an Software zur Effizienzsteigerung, zumal die Systeme im deutschen Einzelhandel im Durchschnitt veraltet sind.
- Marktsegmente der mittleren und kleineren Handelsketten und der Systemgastronomie bieten weiteres, noch nicht erschlossenes Potenzial.
- Volle Vertriebspipeline (eigene und beim Partner SAP) erhöht die Wahrscheinlichkeit für auch kurzfristig deutlich steigende Umsätze.
- Die enge Partnerschaft mit SAP sorgt für Übernahmephantasie.

Schwächen

- Geringe Internationalisierung der Kundenbasis erhöht die Abhängigkeit vom stagnierenden deutschen Einzelhandel.
- Relativ hohes Gewicht von einigen Großkunden.
- Geschäftsentwicklung und vor allem Ergebnisentwicklung von Großprojekten getrieben.
- Verlängerte Sales-Zyklen belasten seit 2012 das Neugeschäft und haben den Gewinn massiv einbrechen lassen.
- Das Service-Geschäft blieb im ersten Quartal noch hinter unseren Erwartungen.

Risiken

- Die jüngste Investitionszurückhaltung des deutschen Einzelhandels dauert länger als anfänglich angenommen und könnte weiter anhalten.
- Ein 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.
- Der Verlust eines Großkunden wäre kurzfristig schwer zu kompensieren.
- Die akquirierte AWEK-Gruppe muss ihre Ertragskraft noch wiedererlangen.
- 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 550 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 182 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 EUROSOFTWARE aus Pilsen, die mit ihren 145 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 120 Mitarbeitern in IT-Serviceleistungen für den Einzelhandel liegt. Schließlich verfügt GK Software noch über eine russische Tochtergesellschaft, die mit zwei Mitarbeitern den Vertrieb in Russland aufbaut sowie seit dem letzten Dezember über eine US-Niederlassung, die das amerikanische Geschäft ausbauen soll.

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 22 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 2013 auf 185.000 Systeme, die auf über 30.000 Filialen in 36 Ländern verteilt waren. Die Kundenbasis besteht zwar noch zum größten Teil aus deutschen Einzelhändlern (die Umsätze mit ausländischen Kunden lagen letztes Jahr bei 17,9 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 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 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. Seit Dezember gehört auch Migros, der größte schweizerische Einzelhändler, zu den GK-Kunden. Das Unternehmen hat die gruppenweite Einführung der fünf von SAP vertriebenen GK-Lösungen beauftragt und dürfte damit dieses Jahr zu einem der größten Posten auf der Kundenliste werden. Diese umfasst insgesamt mehr als 40 Positionen, unter denen

die Segmente Lebensmittel, Drogerie & Haushalt, Mode & Lifestyle sowie Technik & Auto besonders stark vertreten sind. 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

Die 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-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 die SAP geadelt, die diese seitdem eigenen Kunden aus dem Handelsbereich als Branchenlösung anbietet. Die Partnerschaft, die sich anfänglich auf den europäischen Raum begrenzte, wurde inzwischen auch auf den amerikanischen Markt ausgeweitet. Im Rahmen der Zusammenarbeit vertreibt SAP fünf zentrale Elemente der GK/Retail Business Suite; selbst den amerikanischen Kunden, die bisher die SAP-Kassenlösung SAP POS/Triversity verwenden, wurde ein Migrationspfad zu der GK-Lösung vorgeschlagen. Für die Sachsen bedeutet die Zusammenarbeit natürlich einen großen Renommeezugewinn, vor allem aber erschließt sich GK Software damit einen sehr potenzialträchtigen Vertriebskanal. Dies gilt insbesondere für die ausländischen Märkte, die die Gesellschaft in Eigenregie nicht so intensiv bearbeiten kann wie den deutschen Einzelhandel. Aus der Kooperation sind inzwischen 13 gemeinsame Kundenprojekte hervorgegangen, darunter auch das im letzten Jahr akquirierte Großprojekt mit der Schweizer Migros. Die große Bedeutung der Partnerschaft auch für SAP wurde im vergangenen Dezember unterstrichen, als sich der Walldorfer DAX-Konzern im Rahmen einer Kapitalerhöhung mit 5,3 Prozent beteiligte und sich darüber hinaus auch ein Vorkaufrecht für die Anteile der beiden Gründer (zusammen 55,2 Prozent) sicherte.

Komplettangebot

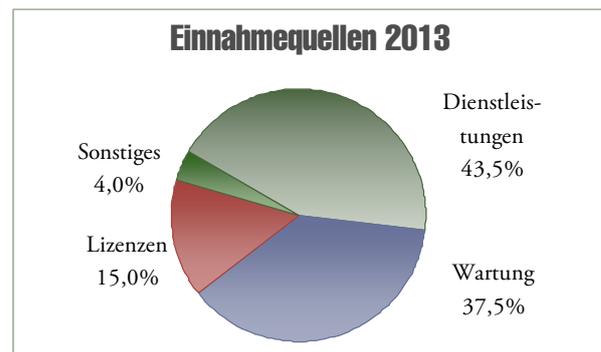
Neben der Software und den dazugehörigen Dienstleistungen wie Beratung, Implementierung, Customizing und Wartung bietet GK Software seit der Übernahme der AWEK-Gruppe im Dezember 2012 auch umfassende IT-Service-Leistungen für Einzelhändler an. Diese umfassen telefonischen Support sowie Vor-Ort-Services, die durch 40 bundesweit verteilte mobile Techniker erbracht werden, und erstrecken sich auf nahezu sämtliche einzelhandelrelevante Hard- und Softwareprodukte. Mit dem Ein-

stieg in dieses Segment, das im letzten Jahr 27 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.

Dienstleistungserlöse dominieren

Durch die AWEK-Übernahme hat sich auch die Einnahmenstruktur zugunsten der Dienstleistungserlöse verschoben. Auf die Lizenzeinnahmen, die noch 2011 mehr als ein Viertel des Konzernumsatzes ausmachten, entfiel im letzten Jahr ein Anteil von 15 Prozent, und das, obwohl sie gegenüber dem schwachen Vorjahr um 66 Prozent gesteigert werden konnten. Den größten Teil der Einnahmen (43,5 Prozent) erzielt GK Software hingegen mit Dienstleistungen. Darunter subsumiert das Unternehmen vor allem die Umsätze aus der Implementierung der Software. Aber auch 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. Stark angestiegen, und zwar von 31 auf 37,5 Prozent, ist letztes Jahr schließlich der Umsatzanteil, den GK Software mit dem laufenden Support der Anwender und mit Wartungsarbeiten an den Systemen verdient.

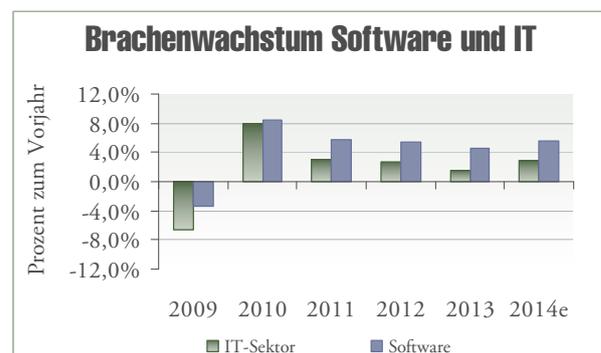


Quelle: Unternehmen

Marktumfeld

Software gewinnt an Dynamik

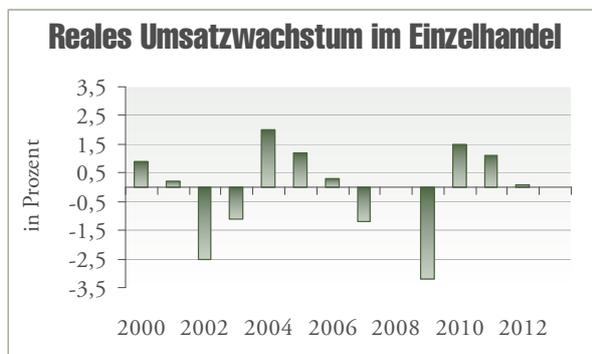
Der Software-Markt gehört traditionell zu den wachstumsstärksten Branchen in der deutschen Volkswirtschaft. Auch innerhalb des IT-Sektors führen die Softwareunternehmen die Wachstumsrankings an. So konnte die Branche seit dem Krisenjahr 2009 mit Zuwachsraten von bis zu 8,4 Prozent aufwarten, letztes Jahr erhöhte sich der Umsatz um 4,6 Prozent auf 18,1 Mrd. Euro (Quelle: BITKOM). Für das laufende Jahr erwartet der Branchenverband BITKOM eine wieder zunehmende Dynamik und ein Wachstum um 5,5 Prozent auf 19,1 Mrd. Euro.



Quelle: BITKOM

Einzelhandel stagniert preisbedingt

Weitaus relevanter als die Entwicklung der Softwarebranche ist für GK Software allerdings die Situation im deutschen Einzelhandel. Mit seinen 3 Mio. Beschäftigten und 400 Tsd. Betrieben erwirtschaftet der Sektor einen Jahresumsatz von 428 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 real um 1,5 Prozent unter dem Stand von 2005, das Bruttoinlandsprodukt hat sich seitdem hingegen um fast 12 Prozent erhöht.



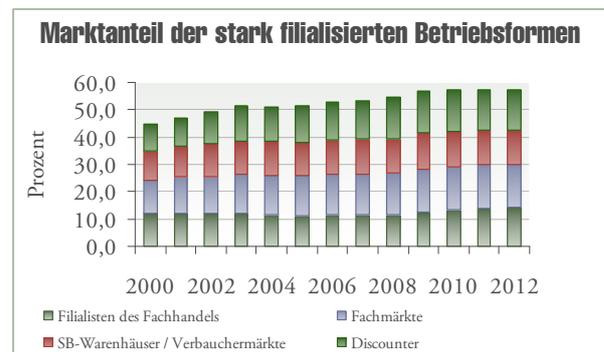
Quelle: DESTATIS

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 AC Nielsen zufolge liegt das deutsche Preisniveau (gemessen an einem Warenkorb aus 100 Markenartikeln) in Europa an letzter Stelle, rund 15 Prozent unter dem europäischen Durchschnitt.

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 Teilssegmente 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 2012 von 12,2 auf 14,2 Prozent erhöht, Discounter konnten bis zum Jahr 2009 sogar um 50 Prozent auf 15,3 Prozent zulegen, haben seitdem allerdings wieder 0,2 Prozentpunkte eingebüßt. Und auch die Selbstbedienungswarenhäuser und Verbrauchermärkte, die überwiegend auch von Handelsketten betrieben werden, haben in dem betrachteten Zeitraum ihren Anteil gesteigert (Quelle: HDE).



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 IT-Ansprüche.

Online-Handel boomt

Für eine Vielzahl an zusätzlichen Anforderungen an die IT der Händler sorgt zudem der boomende Online-Handel. Dieser hat in Deutschland seit 1999 von 1,25 auf 33,1 Mrd. Euro im letzten Jahr zugelegt und soll nach Prognose des HDE auch dieses Jahr um weitere 17 Prozent auf 38,7 Mrd. Euro wachsen. Damit würden die Online-Umsätze bereits 9 Prozent der gesamten Branchenerlöse ausmachen.

Mobiles Internet wird immer wichtiger...

Inzwischen lautet das Thema aber nicht mehr einfach E-Commerce, sondern immer mehr auch mobile Commerce. Durch das rasante Wachstum der Verkaufszahlen von Smartphones und Tablet-Computern steigt die mobile Nutzung von Internetangeboten mit schwindelerregenden Raten: Das in Deutschland über die Mobilfunknetze übertragene Datenvolumen hat sich seit 2008 verdreißigfach, für das laufende Jahr prognostiziert BITKOM einen weiteren Anstieg von 228 Mio. auf 330 Mio. Gigabyte. Und nimmt man die Verkaufszahlen von Smartphones und Tablets als Maßstab, so gewinnt diese Entwicklung noch weiter an Dynamik. So schätzt BITKOM den gesamten letztjährigen Smartphone-Absatz in Deutschland auf 29,6 Mio. Stück, ein Anstieg um 3,2 Mio. zum Vorjahr. Gemessen am Umsatz beläuft sich der Smartphone-Marktanteil an den gesamten Handyverkäufen inzwischen auf 97 Prozent.



Quelle: BITKOM

... und treibt das Thema Mobile-Commerce

Durch diese Entwicklung 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. Nach Angaben des Bundesverbandes des Deutschen Versandhandels (BVH) hat sich beispielsweise das Volumen der Käufe über mobile Geräte im letzten Jahr von 1,3 auf 4,9 Mrd. Euro verdreifacht, der Anteil am deutschen Versandhandel beläuft sich inzwischen auf mehr als 10 Prozent. Bei digitalen Gütern entfällt mit 47 Prozent bereits fast die Hälfte des Volumens auf Käufe über das mobile Internet. Was für die Händler aber noch wichtiger ist, ist der Trend, dass die Vertriebskanäle online, mobil und stationär von den Kunden zunehmend kombiniert genutzt werden. So 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. Auch in der Gruppe der 16 bis 25-jährigen, für die die Nutzung von Smartphones inzwischen absolut selbstverständlich geworden ist und bei denen die größte Neigung zum ausschließlichen mobile Commerce vermutet werden könnte, wird einer Studie des ECC Köln dem stationären Handel nach wie vor eine zentrale Bedeutung beigemessen. Allerdings zeigt die Studie, dass die Konsumenten zunehmend eine nahtlose Verbindung der Kanäle erwarten und Dienstleistungen wie die Offline-Rückgabe oder -Abholung von Online-Bestellungen oder auch die mediumübergreifende Gültigkeit von Angeboten und Coupons für selbstverständlich erachten.

Megatrend Omnichannel-Handel

Diese Trends stehen derzeit im Handel unter dem Stichwort Multichannel oder Omnichannel ganz oben auf der Prioritätenskala. 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 Kunden- als auch auf der Händlerseite, das Angebot individualisierter Lieferdienste und die Integration mobiler und berührungloser Zahlungssysteme. Aber auch individualisierte Werbung und Angebote (Empfehlungsmarketing) stehen im Zusammenhang damit auf der Agenda.

Investitionsschub erwartet

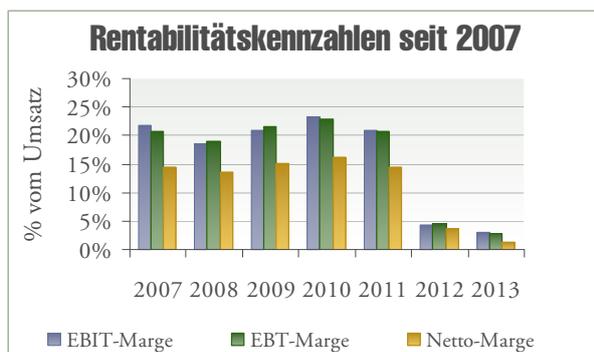
Vor diesem Hintergrund scheint sich aktuellen Umfragen zufolge im stationären Handel die Einsicht durchzusetzen, dass diesen Herausforderungen nicht mit veralteten IT-Strukturen begegnet werden kann. Allerdings bedingt die große Tragweite der stattfindenden Marktumwälzung, dass die Entscheidung über Investitionen in neue IT einen strategischen Charakter angenommen hat und deswegen mit entsprechender Vorsicht angegangen wird. Dies umso mehr, als die ausgeprägte Dynamik des Omnichannel-Trends naturgemäß die Unsicherheit über die künftigen Anforderungen zusätzlich erhöht. Da die Unternehmen derzeit Investitionen scheuen, mit de-

nen sie sich strategisch falsch festlegen könnten, haben sich die Entscheidungszyklen in den letzten Jahren massiv verlängert. Doch früher oder später wird der steigende Bedarf zwangsläufig in erhöhten IT-Investitionen münden müssen. So liegt nach einer Erhebung des EHI Retail Institute das durchschnittliche Alter der Kassensysteme in Deutschland bei 5,4 Jahren, die Software ist im Schnitt sogar sieben Jahre alt. Das bedeutet, dass rund 30 Prozent der hierzulande eingesetzten Kassensysteme älter als 7 Jahre sind. Dieselbe Erhebung hat aber auch gezeigt, dass ein Großteil der Einzelhändler neuen Kassensystemfunktionen wie Couponing, E-Loading (Aufladen von Telefonkarten), Channel-übergreifende Verfügbarkeitsabfragen und Retouren, Identifizierung des Kunden und mobiles Bezahlen eine große Bedeutung beimisst. Dementsprechend haben 37 Prozent der Befragungsteilnehmer angegeben, in den nächsten zwei Jahren in neue Kassensysteme investieren zu wollen.

Zahlen

Beeindruckender Track-record

In den Jahren zwischen 2007 und 2011 hat sich GK Software durch hohes Umsatzwachstum und hohe Profitabilität ausgezeichnet. So konnte der Umsatz in dieser Periode von 10,7 auf 31,8 Mio. Euro fast verdreifacht werden, die EBIT-Marge lag in diesen fünf Jahren mit nur einer Ausnahme (2008) kontinuierlich oberhalb von 20 Prozent. Da die Sachsen nur vergleichsweise geringe Bankverbindlichkeiten haben, bewegte sich auch die Vorsteueremarge zwischen 19,1 und 22,8 Prozent.

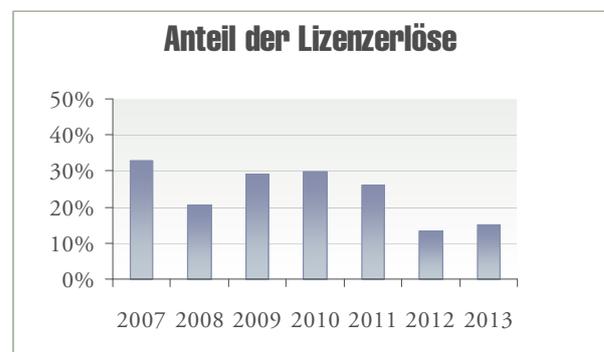


Quelle: Unternehmen

Einbruch des Lizenzgeschäfts in 2012

Diese beeindruckende Profitabilität wurde vor allem durch den hohen Anteil der hochmargigen Lizenzertlöse am Gesamtumsatz ermöglicht, der noch 2011 bei mehr als einem Viertel lag. Doch im Jahresverlauf 2012 setzte eine Durststrecke im Neugeschäft ein, die im vierten Quartal 2012 kulminierte und in ab-

geschwächter Form bis heute anhält. Der Lizenzanteil im Jahr 2012 halbierte sich infolgedessen auf 13,5 Prozent, der Umsatz sank deutlich um 10,6 Prozent auf 28,4 Mio. Euro und die damit verbundene Unterauslastung ließ das EBIT um 81,5 Prozent und das Nettoergebnis um 77,0 Prozent einbrechen. Die Marge reduzierte sich auf magere 4,3 Prozent vor Steuern und Zinsen.



Quelle: Unternehmen

Investitionsstau

Das Unternehmen begründete diese Entwicklung mit einem Bündel von Einflussfaktoren, die allesamt einen Investitionsstau auf dem Gebiet der Einzelhandel-IT bedingten. Dazu gehörten zum einen die Krise in Europa und die sich im zweiten Halbjahr 2012 deutlich abkühlende deutsche Konjunktur. Dies habe zusätzlich auf die Investitionsbereitschaft des Handels gedrückt, die ohnehin durch die Verunsicherung im Zusammenhang mit dem massiven Vordrängen 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.

Rückkehr zum Wachstum in 2013

Die Gleichzeitigkeit einer vollen Vertriebs-Pipeline und eines ausbleibenden bzw. nur schwachen Neugeschäfts blieb bis weit in das letzte Geschäftsjahr bestehen und konnte erst durch den Abschluss des Migros-Vertrages im Dezember 2013 aufgelöst werden. Mit Migros, dem größten schweizerischen Einzelhändler, konnte GK Software das größte IT-Projekt im europäischen Einzelhandel im letzten Jahr für sich gewinnen. Im Rahmen dieses Projekts hat Migros die gruppenweite Einführung der fünf von SAP vertriebenen GK-Lösungen beauftragt. Die Implementierung in den Filialen der zehn Regionalgenossenschaften wird von GK Software durchgeführt und größtenteils im laufenden Jahr erfolgen. Die Lizenzgebühren hingegen wurden bereits 2013 vereinnahmt und trugen maßgeblich dazu bei, dass der Lizenzumsatz um 66 Prozent auf 6,4 Mio. Euro gesteigert wurde.

Großer Konsolidierungseffekt

Dass der Anteil der Lizenz Erlöse dennoch nur geringfügig von 13,5 auf 15,0 Prozent zulegte, lag an dem hohen Wachstum der Dienstleistungs- und Wartungserlöse, das durch die erstmalige ganzjährige Konsolidierung der im Dezember 2012 übernommenen AWEK-Gruppe bedingt war. Dadurch erhöhte sich der Konzernumsatz insgesamt um knapp 50 Prozent auf 42,5 Mio. Euro, wovon 11,5 Mio. Euro auf das neue Segment IT-Services entfielen, in dem die AWEK-Aktivitäten geführt werden.

Ergebnis hinkt hinterher

Da die AWEK-Gruppe zum Zeitpunkt der Übernahme noch mit mehreren Altlasten zu kämpfen hatte, war ihr letztjähriger Ergebnisbeitrag von einem signifikanten Restrukturierungsaufwand belastet. Dass das Service-Segment dennoch ein positives EBIT von 0,6 Mio. Euro bzw. eine EBIT-Marge von mehr als 5 Prozent ausweisen konnte, war eine positive Überraschung. Eigentlich hatte das Management von GK Software angekündigt, erst ab 2014 mit ei-

nem positiven Ergebnisbeitrag der Neuerwerbung zu rechnen. Schwach entwickelt hat sich hingegen das Ergebnis des Kerngeschäfts rund um die GK/Retail Business Suite. Dadurch, dass der große Auftrag erst kurz vor Weihnachten akquiriert werden konnte, blieb die Auslastung der Implementierungs- und Customizing-Spezialisten über die meiste Zeit des Jahres unter Plan. Zudem hat eine Wertberichtigung auf eine Forderung das Segmentergebnis um fast 2 Mio. Euro belastet, das infolgedessen von 0,9 auf 0,4 Mio. Euro zurückging. Auf Konzernebene konnte das EBIT hingegen leicht, um 3,3 Prozent auf 1,3 Mio. Euro erhöht werden, doch die EBIT-Marge ging damit weiter auf 3,0 Prozent zurück. Bei einem etwas höheren negativen Finanzergebnis und einer gestiegenen Steuerbelastung resultierte hieraus ein Rückgang des Vorsteuer- und des Nettogewinns.

Geschäftszahlen	GJ 2012	GJ 2013	Änderung
Umsatz	28,43	42,46	+49,4%
EBITDA	3,30	3,57	+8,1%
EBITDA-Marge	11,6%	8,4%	-
EBIT	1,23	1,27	+3,3%
EBIT-Marge	4,3%	3,0%	-
Vorsteuerergebnis	1,28	1,16	-9,1%
Vorsteuerermarge	4,5%	2,7%	-
Jahresüberschuss	1,05	0,57	-45,5%
Netto-Marge	3,7%	1,3%	

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

Solider Cashflow

Die verhaltene Ergebnisentwicklung hinterließ ihre Spuren auch in der Cashflow-Rechnung. Der operative Cashflow reduzierte sich von 3,2 auf 1,7 Mio. Euro, blieb damit aber ausreichend hoch, um die Investitionen in Höhe von 1,0 Mio. Euro zu decken. Zuzüglich der Mittelzuflüsse aus der Kapitalerhöhung im Dezember 2013, in deren Rahmen SAP neue Aktien in Höhe von 5,3 Prozent des Grundkapitals gezeichnet hatte, und abzüglich der Auszahlungen für Tilgungsleistungen erhöhte sich der Finanzmittelbestand um 3,4 Mio. Euro auf 13,7 Mio. Euro. Die Nettoliquidität ist dadurch auf 11,5 Mio. Euro bzw. auf knapp 24 Prozent der Bilanzsumme

gestiegen, die Eigenkapitalquote legte von 63,8 auf 70,0 Prozent zu.

Durchwachsenes erstes Quartal

Auch zum Ende des ersten Quartals des neuen Geschäftsjahres blieb die bilanzielle und finanzielle Lage komfortabel. Die Eigenkapitalquote lag per 31. März bei 65,9 Prozent, die liquiden Mittel erhöhten sich um 4,9 Mio. Euro auf 18,6 Mio. Euro. In Abwesenheit von größeren Bankverbindlichkeiten bedeutet das eine Nettoliquidität von einem Drittel der Bilanzsumme. Solide hat sich zwischen Januar und März auch der Umsatz entwickelt, der um 2,9 Prozent auf 9,3 Mio. Euro zulegte. Verantwortlich dafür war das Kerngeschäft rund um die GK/Retail-Suite, das dank der höheren Einnahmen aus Dienstleistungen und aus Lizenzen (auf niedrigem Niveau) um 8,1 Prozent wuchs. Demgegenüber hat sich das hauptsächlich aus den Aktivitäten der AWEK-Gruppe bestehende Service-Geschäft schwächer als erwartet entwickelt und stagnierte im Vorjahresvergleich.

Quartalsverlust ausgeweitet

Das Quartalsergebnis hat sich jedoch trotz des Umsatzwachstums verschlechtert. Nach Unternehmensangaben war das einmaligen Effekten im Personalkostenbereich (Zuführung zu Verbindlichkeiten aus Urlaubs- und Mehrarbeitsansprüchen) sowie höheren Personalakquise- und Reisekosten geschuldet. Gedämpft wurde der Kostenanstieg durch den rückläufigen Materialaufwand und durch geringere Abschreibungen, doch in Summe erhöhte sich der EBIT-Fehlbetrag von -0,4 auf -1,1 Mio. Euro. Die

zusätzlich erhöhte Steuerquote bedingte einen Anstieg des Quartalsverlustes -0,5 auf -1,5 Mio. Euro.

Geschäftszahlen	Q1 2013	Q1 2014	Änderung
Umsatz	9,07	9,33	+2,9%
EBITDA	0,18	-0,58	-
EBITDA-Marge	2,0%	-6,2%	-
EBIT	-0,40	-1,08	-
EBIT-Marge	-4,4%	-11,6%	-
Vorsteuerergebnis	-0,39	-1,06	-
Vorsteuermarge	-4,3%	-11,4%	-
Periodenergebnis	-0,49	-1,45	-
Netto-Marge	-5,4%	-15,5%	-

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

Prognose bestätigt

Mit Hinweis auf die volle Vertriebspipeline sowie auf die typische Saisonalität des Lizenzgeschäfts, die üblicherweise zu deutlich ansteigenden Lizenzeinnahmen zum Jahresende hin führt, hat GK Software die Prognose für das Gesamtjahr bestätigt. Demnach erwartet das Unternehmen im Vorjahresvergleich einen deutlichen Umsatz- und Ergebnisanstieg, im Kerngeschäft soll bei Abwesenheit neuer Schocks an das Profitabilitätsniveau der Phase bis 2011 angeknüpft werden, die EBIT-Marge der Sparte sollte mithin deutlich im zweistelligen Bereich liegen. Allerdings verweist das Unternehmen auch auf die Belastungen, die im Zusammenhang mit dem Ausbau der US-Aktivitäten zu erwarten sind. Für das Service-Geschäft erwartet das Management einen deutlich positiven Ergebnisbeitrag, die für das laufende Jahr angepeilte EBIT-Marge liegt hier im mittleren einstelligen Bereich.

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, 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. 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.

Großaufträge mit wichtiger Signalwirkung

Auch wenn sich inzwischen viele Konkurrenten das Thema Omnichannel auf die Fahnen schreiben, kann GK Software für sich verbuchen, mit dem

Migros-Auftrag das europaweit erste große Projekt, in dessen Rahmen ein vorwiegend stationärer Händler mit umfangreichen Omnichannel-Funktionalitäten ausgestattet wird, gewonnen zu haben. Da es gerade dieser Trend zum Omni- oder Multichannel-Handel ist, der angesichts der damit verbundenen Verunsicherung die Investitionsbereitschaft der Einzelhändler in moderne Softwarelösungen seit rund zwei Jahren hemmt, erscheint nun die Hoffnung begründet, dass ein erfolgreicher Abschluss des Migros-Projekts eine Initialzündung für den Markt sein kann. Als verantwortlicher Anbieter würde GK Software hiervon naturgemäß besonders profitieren. Einen weiteren Abschluss mit wichtiger Signalwirkung stellt der Auftrag von Bentley Leathers Inc. dar, mit dem die im Sommer 2013 auf Nordamerika ausgeweitete Partnerschaft mit SAP erstmalig in ein gemeinsames Projekt gemündet ist. Auch hier dürfte der Projektabschluss im Markt aufmerksam verfolgt werden und im Erfolgsfall als wichtiger Türöffner dienen.

Niedrige Personalkosten

Eine Besonderheit an GK Software ist die Kombination aus großer Innovationskraft und günstigen Personalkosten, die das Unternehmen vor allem seinem großen Standort in Pilsen verdankt. Da die dort angesiedelten 145 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 46,3 Tsd. Euro, im Branchendurchschnitt (ermittelt aus den Zahlen von neun weiteren börsennotierten Softwareunternehmen) betrug der Wert im letzten Geschäftsjahr hingegen 59,5 Tsd. Euro. Der Lohnkostenvorteil hat zwar im Trend der letzten Jahre abgenommen, doch ist er mit mehr als 20 Prozent immer noch beträchtlich und stellt bei einer Personalaufwandsquote von zuletzt 60 Prozent einen wichtigen Konkurrenzvorteil der Sachsen dar.



Quelle: SMC-Research

Gewinnsprung wahrscheinlich

Dass diese Kostenvorteile dem Unternehmen hohe Margenspielräume eröffnen, hat GK Software mit EBIT-Margen jenseits der 20-Prozent-Grenze in der Vergangenheit bereits deutlich unter Beweis gestellt. Nach der Erweiterung des Geschäftsmodells um die Dienstleistungen der AWEK dürfte dieses Margenniveau konzernweit zwar nicht mehr erreicht werden, doch eine Rückkehr deutlich in den zweistelligen Bereich halten wir schon kurzfristig für möglich. Anders als 2013 sorgt nämlich der Migros-Auftrag in diesem Jahr für eine gleichmäßigere Auslastung im Dienstleistungsbereich. Sollten zudem aus der vollen Vertriebspipeline weitere Neuabschlüsse generiert werden, dürfte dies in Kombination mit der entfallenden Belastung aus der Reorganisation der AWEK für einen kräftigen Gewinnsprung sorgen.

Verbesserte Stabilität und Marktpräsenz

Mit dem Abschluss der Reorganisation der AWEK dürfte auch die mit der Übernahme verfolgte Strategie, sich als Kompletthanbieter für die Einzelhandels-IT zu positionieren und damit den Marktzugang gerade auch in den bisher noch unzureichend adressierten Segmenten der kleineren und mittelgroßen Handelsketten zu verbessern, an Durchschlagkraft gewinnen. Neben der höheren Stabilität und Berechenbarkeit des Wartungs- und Service-Geschäfts, mit der die Abhängigkeit von den volatilen Lizenzverkäufen reduziert werden sollte, stellt dieses erweiterte Leistungsspektrum eine wichtige strategische Weichenstellung dar, um zusätzliches Geschäftspotenzial zu erschließen.

SAP-Partnerschaft gewinnt an Dynamik

Von ungleich größerer Bedeutung für die Marktpräsenz ist aber die Partnerschaft mit SAP, die nach einer etwas zögerlichen Anfangsphase inzwischen deutlich an Dynamik gewonnen hat. Dafür spricht nicht nur die im letzten Jahr vollzogene Ausweitung der Zusammenarbeit auf Nordamerika, sondern auch die Vielzahl der gemeinsam gewonnenen Projekte, darunter auch der Migros-Auftrag. Aber auch die gemeinsamen Messeauftritte und der von SAP vorgestellte Migrationspfad für die eigenen POS-Kunden belegen die Bedeutung, die inzwischen auch der Walldorfer DAX-Konzern der Partnerschaft beimisst. Für GK Software ist die Zusammenarbeit gerade im Hinblick auf die angestrebte Internationalisierung der Kundenbasis von unschätzbarem Vorteil, die das Unternehmen zusätzlich durch weitere Partnerschaften mit ausländischen Systemintegratoren und großen IT-Dienstleistern flankiert. Damit stellen die Sachsen sicher, dass sie ausländischen Kunden die passenden Dienstleistungen anbieten können, ohne gleichzeitig selbst weltweit eigene Kapazitäten aufbauen zu müssen. Auch produktseitig ist die Internationalisierung bereits gut vorbereitet, die Software liegt bereits in 36 unterschiedlichen Sprachversionen vor, auch die Fiskalisierung (Anpassung an die Steuersysteme) ist für viele wichtige Märkte abgeschlossen.

Übernahmephantasie

Aus Anlegersicht entfaltet die SAP-Partnerschaft zudem einen besonderen Reiz durch die damit verbundene Übernahmephantasie. Diese wurde durch die Kapitalerhöhung im Dezember 2013, in deren Rahmen SAP einen Anteil von 5,3 Prozent an GK Software erworben hat, angefacht. Vor allem durch das gleichzeitig bekannt gewordene Vorkaufsrecht für die Anteile der beiden Gründer, 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. Doch Übernahme-

phantasie besteht auch im Hinblick auf die GK Software als Käufer. Um neue Kunden zu gewinnen oder das eigene technologische Portfolio zu erweitern, hat GK Software bereits in der Vergangenheit selektiv kleinere (und mit der AWEK auch einen größeren) Wettbewerber aufgekauft und dürfte diesen Weg auch zukünftig beschreiten. Mit einer Ei-

genkapitalquote von zuletzt 66 Prozent und einer Nettoliquidität von 16,3 Mio. Euro verfügt das Unternehmen nicht nur über eine stabile Basis, um Schwächephasen zu überstehen, sondern auch über genug finanzielle Potenz, um Akquisitionschancen ergreifen zu können.

DCF-Bewertung

Kräftiger Umsatzsprung

Im Rahmen des DCF-Modells gehen wir davon aus, dass GK Software das Umsatzwachstum auch in 2014 fortsetzen und, viel wichtiger, dabei den negativen Ergebnistrend der letzten beiden Jahre drehen kann. Nach dem ersten Quartal liegen die Sachsen zwar noch bei beiden Kennzahlen weit von unseren Annahmen (Umsatz von 49,2 Mio. Euro und EBIT von 5,3 Mio. Euro) entfernt, doch angesichts der ausgeprägten Saisonalität des Lizenzgeschäfts halten wir dies mit unseren Schätzungen durchaus für vereinbar. Auch letztes Jahr brachte erst die Unterzeichnung des Migros-Auftrags die Erreichung unserer Umsatzerwartung. Eine Wiederholung dieses Musters halten wir auch in 2014 für denkbar, wobei aber der Migros-Auftrag für eine gleichmäßigere Auslastung des Personals und damit für einen besseren Ergebnisbeitrag des Dienstleistungsgeschäfts rund um die GK/Retail Suite sorgen sollte. Ein Fragezeichen steht noch hinter der Entwicklung des Service-Segments, dessen Umsatzstagnation im ersten Quartal für uns eine kleine Enttäuschung darstellte. Auch die Marge des Segments (4,8 Prozent im ersten

Quartal) bietet noch Verbesserungspotenzial.

Schätzungen für die Folgejahre

Doch grundsätzlich sind wir zuversichtlich, dass GK Software aus der attraktiven Positionierung Kapital schlagen kann und dass sich die volle Vertriebspipeline zunehmend in eine auch international breite Geschäftsbasis ummünzen lässt. Dementsprechend unterstellen wir auch für die Folgejahre eine Fortsetzung des Umsatzwachstums bei wieder deutlich steigender Profitabilität. Die Tabelle auf dieser Seite zeigt die wichtigsten Daten des Detailprognosezeitraums von 2014 bis 2021, detaillierte Übersichten zur prognostizierten Bilanz, GUV und Kapitalflussrechnung finden sich im Anhang. Im Anschluss an den Detailprognosezeitraum kalkulieren wir mit einer EBIT-Marge von 8,4 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-

Mio. Euro	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	49,2	56,5	63,6	70,0	76,6	83,5	90,6	97,9
Umsatzwachstum		15,0%	12,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
EBIT-Marge	10,7%	13,7%	17,3%	18,0%	17,8%	17,5%	17,2%	16,9%
EBIT	5,3	7,7	11,0	12,6	13,6	14,6	15,6	16,5
Steuersatz	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Adaptierte Steuerzahlungen	1,6	2,3	3,3	3,8	4,1	4,4	4,7	5,0
NOPAT	3,7	5,4	7,7	8,8	9,5	10,2	10,9	11,6
+ Abschreibungen & Amortisation	1,6	1,6	1,6	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8
+ 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	5,3	7,0	9,3	10,4	11,1	11,9	12,7	13,4
- Zunahme Net Working Capital	-0,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-1,0
- Investitionen AV	-1,6	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3
Free Cashflow	3,5	4,7	6,8	7,7	8,3	8,9	9,5	10,1

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.

Kursziel: 55,60 Euro je Aktie

In unserem favorisierten Szenario (ewiges Wachstum 1,0 Prozent, WACC 8,8 Prozent) ergibt sich aus unseren Annahmen ein Unternehmenswert von 79,2 Mio. Euro. Zuzüglich des von uns als nicht betriebsnotwendig eingestuftens Teils der Nettoliquidität (6,8 Mio. Euro) und abzüglich des verzinslichen Fremdkapitals ergibt sich hieraus ein Marktwert des Eigenkapitals in Höhe von 84,0 Mio. Euro. Je Aktie entspricht das 44,46 Euro. Insofern notiert das Papier derzeit in der Nähe seines fairen Wertes. Allerdings hat sich mit dem SAP-Einstieg und vor allem mit dem Vorkaufsrecht für die Gründer-Anteile die Lage verändert, denn nun wird die Aktie, wie die Kursreaktion in den Tagen nach dessen Bekanntwerden zeigt, mit einer Übernahmeprämie gehandelt. Nimmt man den Kurs vor und in den vier Wochen nach dem Bekanntwerden des SAP-Vorkaufsrechts zum Maßstab, rechnet der Markt offensichtlich mit einer Übernahmeprämie von rund 25 Prozent. Da auch wir das Übernahmeszenario, und zwar deutlich vor Ende 2020, für wahrscheinlich erachten, kalkulieren wir in unser Kursziel eine Übernahmeprämie in der genannten Höhe mit ein. Unser aktuelles Kursziel lautet demnach 55,60 Euro. Damit sehen wir für die Aktie von GK Software aktuell ein Kurspotenzial von 32 Prozent.

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 beide Jahre verdeutlicht, dass die relativ schmale Kundenbasis in Verbindung mit einer vergleichsweise stark ausgeprägten Abhängigkeit von einzelnen Großprojekten 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 bislang hängt das Ergebnis noch erheblich von einzelnen Abschlüssen ab. Aus dieser Überlegung heraus halten wir zum gegenwärtigen Zeitpunkt den Ansatz eines in Summe leicht erhöhten mittleren Prognoserisikos (4 Punkte) für angemessen und korrigieren damit die im letzten Update vorgenommene Absenkung auf seinerzeit 3 Punkte.

Sensitivitätsanalyse

Im Rahmen der Sensitivitätsanalyse haben wir die Inputparameter WACC und ewiges Wachstum variiert. Der dabei errechnete faire Wert liegt zwischen 51,15 Euro je Aktie im restriktivsten Fall (WACC von 9,8 Prozent und ewiges Wachstum von 0 Prozent) und 62,97 Euro im optimistischsten Fall (WACC von 7,8 Prozent und ewiges Wachstum von 2 Prozent) – jeweils inkl. der unterstellten Übernahmeprämie.

Sensitivitätsanalyse	Ewiges Cashflow-Wachstum				
	2,0%	1,5%	1,0%	0,5%	0,0%
7,8%	62,97	60,76	58,88	57,25	55,84
8,3%	60,62	58,74	57,12	55,71	54,46
8,8%	58,60	56,99	55,58	54,34	53,24
9,3%	56,85	55,45	54,21	53,12	52,14
9,8%	55,32	54,09	53,00	52,02	51,15

Fazit

Als Spezialist für Einzelhandels-Software gehört GK Software zu den erfolgreichsten deutschen Software-Unternehmen. Mit den leistungsstarken und innovativen Produkten, der starken Marktstellung und der engen Zusammenarbeit mit SAP verfügt die Gesellschaft über die notwendigen Zutaten, um die bisherige Erfolgsgeschichte fortzuschreiben. Die tiefgreifenden Umwälzungen des Handels und die daraus resultierende Zurückhaltung des Sektors bei IT-Investitionen haben zwar in den vergangenen zwei Jahren die Umsatz- und vor allem die Ergebnisentwicklung des zuvor erfolgsverwöhnten Unternehmens belastet, doch wir erwarten, dass es sich um eine vorübergehende Phase handelt. Grundsätzlich bedingt der technologische Fortschritt nämlich steigende Anforderungen an die IT des Einzelhandels,

für die GK sowohl über die passenden Lösungen und das Projekt-Knowhow als auch über die richtigen Referenzen verfügt. Vor allem in Kombination mit der Vertriebskraft von SAP sehen wir deswegen gute Chancen, dass die Gesellschaft von der sich abzeichnenden Entwicklung zum Omnichannel-Handel im überproportionalen Ausmaß profitieren wird.

Auf Basis dieser Überzeugung haben wir unsere Schätzungen für die kommenden Geschäftsjahre modelliert und einen fairen Wert von 44,46 Euro je Aktie ermittelt. Zuzüglich einer 25-prozentigen Übernahmeprämie (seit dem Einstieg von SAP) resultiert hieraus unser Kursziel von 55,60 Euro, womit wir unser unverändertes Urteil „Buy“ begründen.

Anhang I: Bilanz- und GUV-Prognose

Bilanzprognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
AKTIVA									
I. AV Summe	15,2	15,2	15,4	15,8	16,2	16,7	17,2	17,7	18,1
1. Immat. VG	9,9	9,4	9,0	8,7	8,6	8,6	8,5	8,5	8,6
2. Sachanlagen	4,8	5,3	5,9	6,5	7,1	7,6	8,1	8,6	9,0
II. UV Summe	32,5	36,7	41,4	46,7	52,2	57,8	63,7	69,5	75,0
PASSIVA									
I. Eigenkapital	33,4	37,2	41,8	47,3	52,7	58,2	63,5	68,7	73,5
II. Rückstellungen	2,5	2,9	3,1	3,2	3,4	3,6	3,8	4,0	4,2
III. Fremdkapital									
1. Langfristiges FK	3,1	2,9	2,7	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
2. Kurzfristiges FK	8,7	9,0	9,3	9,8	10,2	10,6	11,5	12,4	13,4
BILANZSUMME	47,7	52,0	56,9	62,4	68,4	74,5	80,9	87,1	93,1

GUV-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzerlöse	42,5	49,2	56,5	63,6	70,0	76,6	83,5	90,6	97,9
Gesamtleistung	42,8	49,4	56,8	63,9	70,3	77,0	83,9	91,0	98,2
Rohertrag	38,8	45,2	52,8	59,4	65,4	71,6	78,1	84,8	91,6
EBITDA	3,2	6,9	9,3	12,6	14,1	15,2	16,3	17,3	18,4
EBIT	0,9	5,3	7,7	11,0	12,6	13,6	14,6	15,6	16,5
EBT	0,8	5,3	7,9	11,3	13,2	14,4	15,6	16,7	17,7
JÜ (vor Ant. Dritter)	0,6	3,7	5,6	7,9	9,2	10,1	10,9	11,7	12,4
JÜ	0,6	3,7	5,6	7,9	9,2	10,1	10,9	11,7	12,4
EPS	0,32	1,98	2,94	4,19	4,88	5,35	5,77	6,17	6,56

Anhang II: Cashflow-Prognose und Kennzahlen

Cashflow-Prognose

Mio. Euro	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Cashflow	6,1	5,4	7,1	9,5	10,7	11,7	12,6	13,4	14,2
CF operativ	1,7	5,1	6,6	8,9	10,1	11,0	11,8	12,5	13,3
CF aus Investition	-1,0	-1,6	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3
CF aus Finanzierung	2,6	-0,4	-1,4	-3,2	-4,1	-5,0	-5,6	-6,5	-7,6
Liquidität Jahresanfa.	10,4	13,7	16,9	20,3	24,2	28,2	32,1	36,2	39,9
Liquidität Jahresende	13,7	16,9	20,3	24,2	28,2	32,1	36,2	39,9	43,3

Kennzahlen

Prozent	12 2013	12 2014	12 2015	12 2016	12 2017	12 2018	12 2019	12 2020	12 2021
Umsatzwachstum	49,4%	15,8%	15,0%	12,5%	10,0%	9,5%	9,0%	8,5%	8,0%
Rohertagsmarge	91,3%	92,0%	93,3%	93,4%	93,4%	93,5%	93,5%	93,6%	93,6%
EBITDA-Marge	7,5%	14,0%	16,5%	19,8%	20,2%	19,9%	19,5%	19,1%	18,8%
EBIT-Marge	2,1%	10,7%	13,7%	17,3%	18,0%	17,8%	17,5%	17,2%	16,9%
EBT-Marge	1,8%	10,9%	14,0%	17,8%	18,8%	18,8%	18,6%	18,4%	18,1%
Netto-Marge (n.A.D.)	1,3%	7,6%	9,8%	12,5%	13,2%	13,2%	13,0%	12,9%	12,7%

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
18.02.2014	Buy	56,00 Euro	1), 3)
12.12.2013	Hold	38,60 Euro	1), 3)
05.09.2013	Buy	37,30 Euro	1), 3)
04.06.2013	Buy	38,30 Euro	1), 3), 4)

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.