

Datum 12.09.2016

**Empfehlung:**

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**PT: € 59,60** (alt: € 54,35)

**GK Software**

Branche: Software

Segment: Prime Standard

ISIN: DE0007571424

Reuters: GKSG

**Kurs (09.09.2016): € 45,95**

Marktkapitalisierung € 87 Mio.

EV € 96 Mio.

Ø-Volumen in T€ (100 Tage) 62,6

52W Hoch € 48,40

52W Tief € 28,90

**Finanzkalender**

Q3-Bericht 29.11.2016

GB 2016 27.04.2017

**Aktionärsstruktur**

GK Software Hldg. 49,8%

SAP AG 5,3%

R.Gläß 3,3%

S.Kronmüller 2,3%

**Kursentwicklung**



**Daniel Großjohann**

[dg@equits.de](mailto:dg@equits.de)

+49 (0)69 95 41 16 08

**Thomas J. Schießle**

[ts@equits.de](mailto:ts@equits.de)

+49 (0)69 95 45 43 60



EQUITS GmbH

Am Schieferstein 1

D-60435 Frankfurt

**GK SOFTWARE AG**

**Starkes Q2 2016: Lizenzabschlüsse bewirken Umsatzsprung**

In Q2 2016 erzielte GK Software – getrieben von starkem Lizenzgeschäft – ein rd. 42%iges Umsatzwachstum (Q1 2016: +18,9%). Auch wenn die letzten Quartale einen klar positiven Trend aufzeigen, bleibt das Neulizenzgeschäft auch weiterhin nur bedingt planbar. In laufenden Ausschreibungen ist GK – auch dank der Anfang 2016 offiziell vorgestellten OmniPOS-Lösung – sehr gut positioniert. Wir haben dennoch für H2 auf Gründen der Vorsicht geringere Wachstumsraten unterstellt. Der Personalaufbau auf 820 Mitarbeiter zum 30.06.16 (+81 seit Jahresbeginn) geht schneller voran, als von uns erwartet. Die Personalkosten haben wir daher deutlich angehoben, wir gehen aber weiter von einem positiven Jahresüberschuss in 2016 aus. Vor allem bedingt durch Peer-Gruppen-Effekte steigt der Faire Wert pro Aktie auf € 59,60.

- ✓ GK sieht sich in den Ausschreibungen gut positioniert und investiert stark in den eigenen Kapazitätsaufbau (Personal, Standorte, Schulungsgebäude). Insbesondere der Personalaufbau belastet in der kurzen Sicht die Marge (da neue Mitarbeiter nicht sofort voll produktiv sind). Dieser Aufbau ist aber Grundvoraussetzung, um sich bietende Marktchancen nutzen zu können. Die Neukundenakquise durch Partner SAP beschleunigt sich augenscheinlich und die SAP-Pipeline wird reifer, auch wenn die Quartalsbetrachtung volatil bleiben dürfte.
- ✓ Gegenwärtig läuft eine zweite Omnichannel-Welle, auch weil sich seit 2014 abzeichnet, dass Händler mit mehreren, integrierten Vertriebskanälen schneller wachsen als bspw. reine Online-Händler. Zudem erwarten die Kunden zunehmend Omnichannel-Features (wie Instore-Return, Click-and-Collect). Die strategische Überlegung der GK das gegenwärtige Zeitfenster für Marktanteilsgewinne zu nutzen, und kurzfristige Margenerwägungen diesem Ziel unterzuordnen, ist in unseren Augen richtig.
- ✓ Die GK Software-Aktie ist – auch im Vergleich mit nationalen Peers – günstig. Die temporäre Margenschwäche scheint vom Markt weiterhin nicht als solche erkannt zu werden. Spätestens das Erreichen der 2018er Ziel-EBIT-Marge dürfte daher eine massive Neubewertung zur Folge haben. Selbst auf Basis unserer konservativen Annahmen (Zielmarge wird erst 2019ff erreicht; nur 2016 u. 2017 fließen in die Peer-Bewertung ein) weist die GK Software-Aktie noch deutliches Kurspotenzial auf.

**Ausblick des Unternehmens:** GK Software bestätigte zum Halbjahr den bisherigen Ausblick, der u.a. vorsieht in 2016 ein nicht unerhebliches Wachstum zu erzielen. Hierbei sei ein leicht negatives EBIT vorstellbar. Bis 2018 soll der Jahresumsatz auf über € 90 Mio. ausgebaut werden, die Ziel-EBIT-Marge für 2018 liegt bei 15%.

**Kennzahlenübersicht - GK Software AG**

	Umsatz	EBITDA	EBIT	EPS (adj.)	EV/Umsatz	KGV
2014 a	44,6	0,0	-3,0	-0,99	1,61	-42,4
2015 a	62,6	2,2	-1,3	-0,79	1,19	-43,7
2016 e	71,8	5,7	1,6	0,47	1,34	97,8
2017 e	85,2	11,3	7,0	2,49	1,13	18,5
2018 e	96,2	16,5	12,0	4,40	1,00	10,5

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUITS (Prognose, Kennzahlen)

## Inhalt

Investment Case .....	3
Unternehmensprofil .....	4
Kurzprofil .....	4
Unternehmenshistorie .....	4
Management .....	4
Organigramm .....	5
Aktionärsstruktur .....	6
Geschäftsmodell und Strategie .....	7
Marktanalyse .....	10
Marktdaten .....	10
Wettbewerber .....	10
Kundenstruktur .....	12
Bewertungsteil .....	14
GuV, Bilanz, Kapitalflussrechnung .....	14
DCF-Bewertung .....	15
Peer-Bewertung .....	15
Bewertungs-Übersichten (Peer) .....	17
SWOT .....	18
Tabellenanhang .....	19

## Investment Case

### **Starkes H1: Lizenzgeschäft zieht an, GK gut aufgestellt in laufenden Ausschreibungen**

GK Software hat im ersten Halbjahr ein deutliches Umsatzwachstum (+30%) erzielt und sich auch ergebnisseitig klar verbessert – trotz Kapazitätsausbaus. Das Lizenzgeschäft zeigte sich in Q2 2016 (nach Q4 2015) erneut sehr stark, interne Erwartungen des Unternehmens wurden übertroffen, der Ausblick bestätigt. Die Volatilität des Neulizenzgeschäftes verbietet es zu stark auf einzelne Quartale zu schauen, das Omnichannel-Thema scheint aber – ebenso wie die durch den Partner SAP vorangetriebene Internationalisierung der GK – deutlich und nachhaltig an Fahrt aufzunehmen.

### **Neue OmniPOS erfolgreich in dem Markt eingeführt**

Die neue OmniPOS-Lösung der GK, die Anfang 2016 auf den Branchenmessen vorgestellt wurde, hat eine sehr positive Resonanz erzielt und ist bereits im August 2016 erstmals produktiv gesetzt worden. Technisch stellt die Lösung auf Grund ihrer Architektur, die es erlaubt den gleichzeitigen Betrieb sehr vieler Klienten abzubilden, einen neuerlichen großen Entwicklungssprung dar. Die vier Neukunden dieses Jahres, darunter u.a. Gerry Weber, aber auch einige der Ende 2015 gewonnen Kunden, haben sich für die neue OmniPOS entschieden. Auch ALDI Nord vermeldete zu Jahresbeginn die Kassen- und Filiallösung von GK einsetzen zu wollen.

### **Partnerschaft mit SAP gewinnt weiter an Tiefe**

Der langjährige Partner SAP wird für die Anbahnung von Vertriebschancen – gerade international - immer wichtiger. Die Vertriebspartnerschaft zwischen GK und SAP besteht seit 2009. 2011 wurde das erste gemeinsame Kundenprojekt verkündet, was einen Eindruck für die typische Dauer der Vertriebszyklen in diesem Bereich liefern dürfte. Seither wurden nahezu 40 gemeinsame Kundenprojekte bekanntgegeben, allein 14 in 2015. Auch die vier Neuprojekte in H1 2016 (Volumen: 3.000 Filialen bzw. 6.000 Systeme) wurden sämtlich durch SAP akquiriert. Der Vertrieb durch SAP scheint an Fahrt aufzunehmen. GK erhält von SAP frühzeitigen Zugang zu neuen Entwicklungen (wie bei hybris E-Commerce, HANA, Fiori etc.), um die eigenen Lösungen darauf abzustimmen. Gemeinsame Entwicklungen von SAP und GK wie die Central Pricing Engine, die jüngst direkt in das Lösungsangebot der SAP übernommen wurde, stärken die Omnichannel-Lösungswelt von SAP Hybris und GK Software.

### **Markt „übersieht“ temporären Charakter der Margenschwäche...**

Innerhalb der zehn Peer-Unternehmen ist GK eines der drei Wachstumsstärksten. Die hohen Wachstumsraten werden durch das Omnichannel-Thema und die durch den Partner SAP beförderte zunehmende Internationalisierung ermöglicht. Notwendige Kapazitätsausweitungen, um nachhaltige Marktanteilsgewinne zu realisieren, kosten gegenwärtig aber Margenpunkte.

### **... GK Software-Aktie im Peer-Vergleich unterbewertet**

Wir gehen davon aus, dass es GK Software mittelfristig gelingt das Ziel-EBIT-Margenniveau von 15% zu erreichen. Die Marktbewertung preist dies noch nicht voll ein - auch wenn sich der positive Trend im Lizenzgeschäft seit etwa 10/2015 im Kursverlauf abzubilden scheint. Die GK Software-Aktie ist vor dem Hintergrund des mittelfristigen Margenziels – sowohl gemäß DCF- als auch nach der Peer-Bewertung - günstig. Die Entwicklung in den kommenden Quartalen dürfte jedoch auf Grund des typischerweise volatilen Neulizenzgeschäftes nicht linear verlaufen, schwächere Quartale könnten (bei entsprechenden Kursrückgängen) ideale Einstiegszeitpunkte sein.

## Unternehmensprofil

### Kurzprofil

Die 1990 gegründete GK Software AG mit Hauptsitz in Schöneck/Sachsen ist ein führender Softwarehersteller und IT-Dienstleister im Bereich Retail-Software/Retail-IT. Das Unternehmen ist mit zwölf Standorten in sechs Staaten vertreten und beschäftigt aktuell 820 Mitarbeiter. Seit dem Börsengang 2008 gelang es dem Unternehmen - auch im Rahmen einer engen Partnerschaft zu SAP - zahlreiche namhafte Retailer für die eigene Lösungswelt zu gewinnen. Gegenwärtig zählt das Unternehmen u.a. 20% der weltweiten Top 50 Retailer zu seinen Kunden.

### Unternehmenshistorie

#### Grafik 01: Historie der GK Software AG

Jahr	Ereignis
1990	Gründung der Gesellschaft als G&K Datensysteme GmbH durch R.Gläß und S.Kronmüller in Schöneck/Sachsen
1996/97	Fokussierung auf Retail/Java-basierte POS-Lösung; Gründung der EUROSOFWARE (Pilsen/Tschechische Republik)
2000	Zertifizierung der GK/Retail-Lösung für SAP
2001	Die G&K Datensysteme GmbH wird zur GK SOFTWARE AG
2003	Erstes Projekt mit voller SAP-Integration
2008	IPO; Gründung der Tochter StoreWeaver GmbH (Riehen/Schweiz)
2009	Abschluss einer Vertriebsvereinbarung mit SAP; Akquisition der Solquest (Asset Deal)
2010	Erweiterung der Vertriebspartnerschaft mit SAP
2011	Erster durch SAP gewonnener Kunde (Fressnapf)
2012	Akquisition der AWEK-Gruppe
2013	Erweiterung der SAP-Partnerschaft auf Nordamerika
2014	Erster Kunde in Nordamerika wird gewonnen (Bentley Leathers Inc.)
2015	Gründung der GK Software Africa (Pty.) Ltd.) und Übernahme des Retailsegments der DBS Data Business Systems, Inc. (3/2015)
2016	Neue Tochter TOV Eurosoftware-UA (Lwiw/Ukraine) wird Standort für kundenspezifische Entwicklungen

Quelle: GK Software AG

## Management

### Vorstand

Der **Vorstand** der GK Software zählt zwei Mitglieder: Vorstandsvorsitzender ist der Diplom-Ing. **Rainer Gläß**, der - nach verschiedenen Tätigkeiten in der Softwareentwicklung - 1990 zusammen mit Stephan Kronmüller die G&K Datensysteme GmbH gründete und seither die Entwicklung hin zu heutigen GK Software AG entscheidend prägte. Der Finanz- und Personalvorstand **André Hergert** gehört dem Vorstand seit Mitte 2008 an. Die Bestellung von Herrn Hergert wurde durch den Aufsichtsrat jüngst bis 12/2020 verlängert. Vor seinem Engagement bei GK Software war Herr Hergert in verschiedenen leitenden Positionen bei Unternehmen aus dem Finanz- und IT-Sektor, sowie als Partner einer Unternehmensberatung tätig.

Unterstützt wird der Vorstand durch ein vierköpfiges **Group Management Board (GMB)**: SVP Customer Solutions & Services **Harald Göbel** verfügt über eine 35-jährige Einzelhandels- und IT-Expertise. Bevor er zu GK stieß, war er u.a. bei großen Einzelhandelsunternehmen für die Umsetzung von IT-Projekten verantwortlich. Bei GK verantwortet er, als direkter Kontakt für die CEOs und CIOs der Kunden, die Beziehungen zu wichtigen internationalen Kunden. Weiteres GMB-Mitglied ist der CTO und CEO der GK SOFTWARE USA Inc., **Michael Jaszczyk**, der über hohe Expertise auf dem Gebiet der Softwareentwicklung für Retail-Unternehmen verfügt und - bevor er 2010 zu GK Software wechselte - u.a. als CTO bei der Pironet AG tätig war. Der Mitgründer und aktuell stellvertretende Vorstand GK Futurelab **Stephan Kronmüller** verfügt über eine über 30jährige Erfahrung als Software-Entwickler, Consultant und Manager. Damit sind zwei Board-Mitglieder dem Bereich Software-Entwicklung zuzurechnen was den hohen Stellenwert des Themas für GK unterstreicht. Nach verschiedenen geschäftsführenden Funktionen in Marketing und Vertrieb bei Wincor Nixdorf, SAF Simulation, Analysis and Forecasting und NCR schloss sich der heutige SVP Sales **Stefan Krueger** der GK Software bereits vor deren Börsengang an. Im GMB repräsentiert er die Vertriebsperspektive.

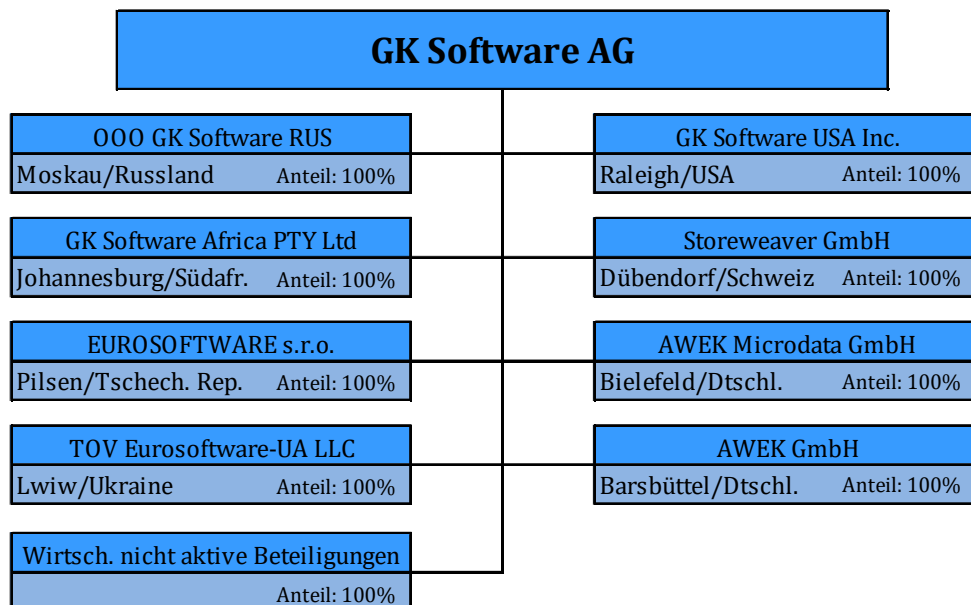
### Aufsichtsrat

Der dreiköpfige Aufsichtsrat setzt sich zusammen aus dem Kaufmann Thomas Bleier, dem Unternehmensberater Dipl.-Vw. Uwe Ludwig und dem geschäftsführenden Gesellschafter der Sübet Rhein-Main-Handels- und Beteiligungsges. mbH & Co. KG Herbert Zinn. Aufsichtsratsvorsitzender ist Herr Ludwig, der dem Gremium bereits seit 2001 angehört.

### Organigramm

GK Software verfügt über eine klare Unternehmensstruktur. Alle Tochtergesellschaften sind frei von Minderheitenanteilen.

#### Grafik 02: Struktur der GK Software AG

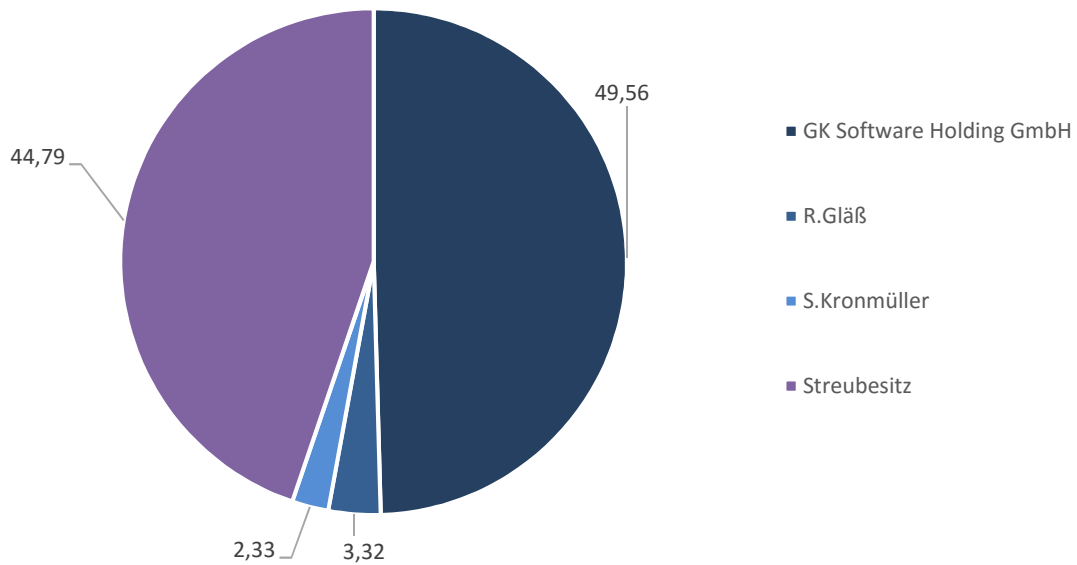


Quelle: GK Software AG

## Aktionärsstruktur

Größter Aktionär der GK Software ist mit 49,56% die GK Software Holding GmbH, in der die Anteile der beiden Gründer gebündelt sind. SAP SE hält seit Dezember 2013 einen 5,29%igen Anteil an der GK Software AG, der im Rahmen einer Barkapitalerhöhung erworben wurde und dem Streubesitz zugerechnet wird. SAP verfügt seither auch über ein bis zum 31.12.2020 geltendes Vorkaufsrecht für die von den beiden Gründern direkt und indirekt gehaltenen Anteile.

**Grafik 03: Aktionärsstruktur**



Quelle: GK Software AG; die Anteile von SAP (5,29%), Scherzer (6,36%) und Deutsche Balaton (3,18%) sind dem Streubesitz zugerechnet

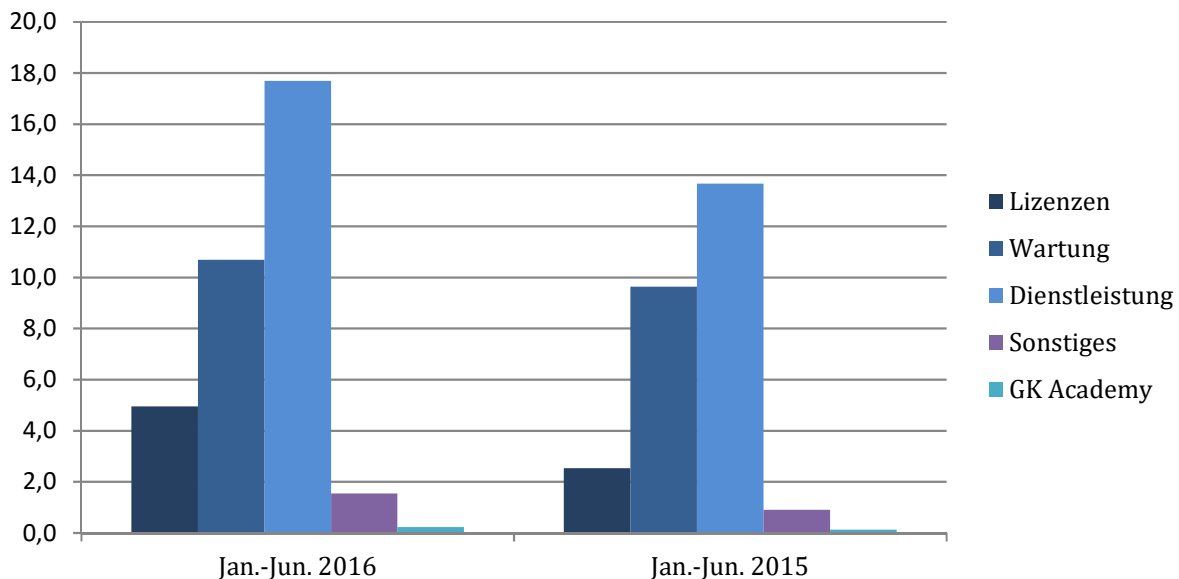
## Geschäftsmodell und Strategie

### Hauptzielgruppe: Große Handelskonzerne (Filialisten)

Das Geschäftsmodell der GK Software ist auf die Kundengruppe Handelskonzerne ausgerichtet. Produktseitig im Zentrum steht seit Jahresbeginn die technologisch führende Software-Suite GK/Retail OmniPOS (Nachfolgeprodukt von GK/Retail POS (Version 12)). Diese Lösung stellt einen großen Entwicklungssprung dar. Sie ist zugeschnitten auf die Bedürfnisse (großer) Einzelhändler und zielt auf die strategischen Herausforderungen des Handels im Bereich Omnichannel. Eine komplementäre Lösung der Tochter AWEK adressiert mittelständisch geprägte Händler.

In H1 2016 wurden über 50% der Konzernumsätze bei GK mit IT-Dienstleistungen erzielt. Die Lizenzerlöse zeigten mit +96% - getrieben von vier Neukundenprojekten - den größten Zuwachs, während das von der installierten Basis abhängige Wartungsgeschäft um knapp 11% ausgebaut wurde. Die GK Academy, die u.a. die Mitarbeiter der Partner und Kunden schult, steigerte ihren Umsatz auf rd. € 0,23 Mio. (+83%).

### Grafik 04: Umsatzmix H1 2016 vs. H1 2015



Quelle: Geschäftsbericht 2015

### SAP-Partnerschaft als Schlüssel zur Internationalisierung im Lizenzgeschäft, direkter Kundenkontakt bleibt erhalten

GK unterhält bereits seit mehreren Jahren eine enge Partnerschaft zu SAP, die sich auf vier Kontinente erstreckt. Neben einer engen Entwicklungspartnerschaft, die GK frühzeitigen Zugang zu SAP-Entwicklungen sichert, ist die Partnerschaft auch durch gemeinsame Auftritte auf Branchenmessen wie EuroCIS und NRF in der Retailbranche sehr sichtbar. SAP ist auf Grund seiner Verbreitung als ERP-System bei einer Vielzahl - gerade internationaler Handelskonzerne - ein starker Hebel für das Lizenzgeschäft der GK. Knapp 40 Kundenprojekte wurden seither gemeinsam bearbeitet. In den letzten Quartalen kamen alle Neuprojekte über den Partner SAP, wobei die spezifisch-technische Beratung immer durch GK-Mitarbeiter erfolgt. Dieser direkte Kontakt ist, was die technische Ebene angeht, erforderlich. Er bietet zugleich aber auch essentielle Informationen über Bedürfnisse/Anforderungen der Kunden, die dann in die Weiterentwicklung der Lösung einfließen können.



### **Implementierungspartner als Wachstumshebel**

Zu den aktuell 18 Implementierungspartnern der GK zählen große internationale IT-Dienstleister wie die indische **Wipro**, aber auch rein auf den Retail-Bereich spezialisierte und teilweise lokale Anbieter. Die Implementierungspartner sind im internationalen Geschäft besonders wichtig – um Softwareumsätze noch besser skalieren zu können. Auch Auftragsspitzen, die mit eigenen Mitarbeitern nicht zu bewältigen wären, können durch die Partner aufgefangen werden. Neben den eigenen Mitarbeitern werden auch die Berater der Implementierungspartner in der GK Academy geschult. In 2015 durchliefen Mitarbeiter von 14 Implementierungspartnern die GK Academy. Ferner schicken auch Kunden ihre Mitarbeiter zu den Schulungen, um das interne Know-how auszubauen. In H1 2016 konnten die Umsätze der GK Academy um über 80% zulegen.

### **Hardwarepartnerschaften auch als Signal an die Kunden**

Händler setzen häufig Hardware verschiedener Hersteller ein, die Software der GK ist prinzipiell hardwareunabhängig. Partnerschaften mit Hardwareherstellern sind aber ein zusätzliches Signal an den Händler, dass das Zusammenspiel von Hard- und Software auch praxiserprobt ist. Es verwundert daher nicht, dass GK insgesamt 21 Hardwarepartnerschaften unterhält, i.d.R. zu großen namhaften Anbietern, die im Handel sehr sichtbar sind (wie bspw. **HP, NCR, Mettler Toledo, NetApp** oder der Waagenspezialist **Bizerba**). Alleine in H1 2016 wurde die Hardware von acht Anbietern durch GK geprüft und zertifiziert. Darüber hinaus gibt es mit **accenture** und **Capgemini** zwei Integrationspartner.

### **GK/Retail OmniPOS: Prozesse als Service**

Die grundlegende Idee der neuen OmniPOS-Lösung besteht darin Funktionalitäten als zentralen Service und als lokale Instanz verfügbar zu machen (und das über Netzwerkgrenzen hinweg). Prozesse werden Filialen, Webshop und mobilem Endgerät als Service bereitgestellt, in Echtzeit (und sogar unter Berücksichtigung offener Warenkörbe) Dadurch wird eine robuste und hochskalierbare Echtzeit-Lösung geschaffen, die den hohen Omnichannel-Anforderungen des Handels entspricht. Die zentralen Services müssen in Rechenzentrum/cloud sehr viele Klienten gleichzeitig abbilden können, die Prozesse (bspw. Kassenfunktionen) müssen aber auch lokal/dezentral funktionieren (etwa wenn auf Grund von Störungen mal kein Netz verfügbar ist). Eine gemeinsame Plattform für alle Prozesse reduziert die Komplexität gegenüber mehreren parallel laufenden Lösungen erheblich, denn letztlich muss die Software für die Anwender beherrschbar bleiben.

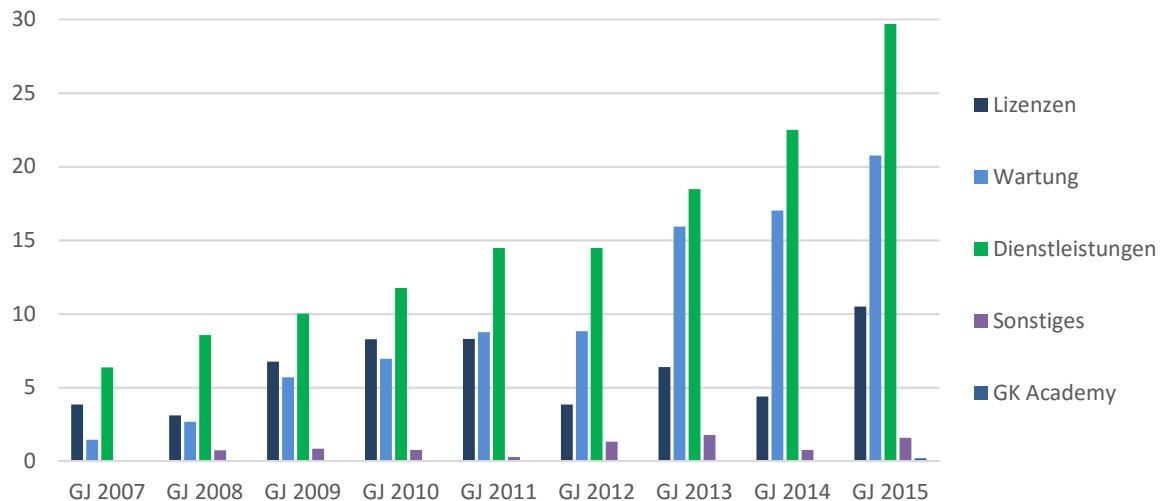
Die neue GK/Retail Omni POS, die von GK in den letzten Jahren entwickelt wurde, ist kein neuer Release der GK/Retail POS (Version 12) sondern eine neue Lösung. Dies führt auch dazu, dass Bestandskunden für den Umstieg eine neue Lizenz erwerben müssen. Neben der Neukundengewinnung dürfte dies mittelfristig ein zentraler Treiber der Softwareumsätze sein. Die Bestandskunden, die den Generationswechsel vollziehen, tragen allerdings in geringerem Maße zum Anstieg der Softwarewartungserlöse bei, als Neukunden.



## Lizenzverkäufe verbreitern Basis für künftiges Dienstleistungs- und Wartungsgeschäft

Da Lizenz Erlöse eine gute Indikation künftiger Wartungserlöse liefern, stehen diese bei Softwareunternehmen unter besonderer Beobachtung. Anbieter wie GK zielen auf (einige) große Lizenzabschlüsse (statt vieler kleinerer). Auf Sicht weniger Quartale sind die Lizenz Erlöse der GK Software daher eine sehr volatile Größe – die aber kontinuierlich die Basis für Wartungs- und Dienstleistungsgeschäft erweitert. Gerade in der derzeitigen (Omnichannel-) Umbruchsituation investiert GK daher in den Kapazitätsausbau, um sich bietende Chancen zu nutzen. In der Vergangenheit hat dies bei GK gut funktioniert: Im Windschatten der Lizenz Erlöse stiegen die Wartungs- und Dienstleistungserlöse Jahr für Jahr mit durchaus ansehnlichen Wachstumsraten.

**Grafik 05: Entwicklung der Umsatzarten (2007 bis 2015) in € Mio.**



Quelle: Unternehmensangaben, eigene Darstellung

Wie aus der Grafik ersichtlich wird fand im Geschäftsjahr 2013 ein Sprung in den Wartungserlösen statt, der nicht allein durch den Lizenzumsatz des Vorjahres erklärt wird. Hierbei handelt es sich um einen durch die AWEK-Übernahme bedingten Anstieg, der zwar nachhaltig ist, aber nicht allein die klassische Softwarewartung für das zur GK-Welt komplementäre AWEK-Produkt beinhaltet.

## Strategisches Fenster nutzen – Händler für Omnichannel-Umstieg gewinnen

Marktbeobachter sehen ein sich öffnendes (mehrjähriges) Zeitfenster, das die Händler nutzen, um eigene Omnichannel-Strategien zu entwickeln oder zu verbessern. Am Ende des Prozesses steht die Wahl eines Software-Partners. Für GK (und SAP Hybris) ist dies ein guter Zeitpunkt bestehende Geschäftsbeziehungen aufzubrechen, bzw. bei SAP-Kunden den Umstieg auf eine neue Software-Generation zu begleiten. Gleichzeitig leiden einige der GK-Wettbewerber gegenwärtig unter hausgemachten Schwierigkeiten. GK gewichtet derzeit Marktanteilsgewinne und eine schnellere Internationalisierung daher höher als kurzfristige Margenerwägungen. Auch viele junge Unternehmen aus den USA (wie etwa **shopify**) haben, das „große Ganze“ im Blick und gewichten Marktanteilsgewinne (hier eher im SMB-Bereich!) höher als Profitabilität. Wir denken, dass diese Sicht sich langfristig als richtig erweisen wird. Der sich vollziehende Umbruch im Handel ist eine nahezu einmalige Chance bestehende Geschäftsbeziehungen aufzubrechen und dadurch eine langfristige, nachhaltige Basis für eigenes Wartungs- und Service-Geschäft zu legen. Der starke Kapazitätsaufbau bei GK ist daher – auch wenn er aktuell Margenpunkte kostet – in unseren Augen der absolut richtige Weg.

# Marktanalyse

## Marktdaten

### **IT-Budgets des Handels im Multi-Milliarden-Bereich**

Der Handel gibt jährlich im Durchschnitt etwas über 1,1% seiner Umsätze für IT aus. Der EHI Retail Institute e.V., der diese Kennzahl in zweijährigen Intervallen misst, erhob für die Jahre 2011 bis 2015 Werte von 1,12 % bis 1,24 % des Umsatzes. Es zeigte sich dabei eine leicht steigende Tendenz. Angesichts der im Handel getätigten Umsätze (allein die GK-Bestandskunden erzielen kumulierte jährliche Umsätze von rd. € 290 Mrd.) ergeben sich hier Gesamtbudgets im zweistelligen Mrd.-Euro-Bereich.

### **40% der Händler erwarten steigende IT-Budgets**

40% der 2015 vom EHI befragten Händler gehen davon aus, dass ihre IT-Budgets weiter ansteigen werden, nur 12% erwarten sinkende Budgets. Für GK relevant ist auch, dass 47% der Händler in der DACH-Region bis 2018 im Zuge der Digitalisierung einen Austausch der Kassensysteme planen. Die allgemeinen IT-Ausgaben des Handels beinhalten aber natürlich auch Hardwarekosten, etwa für Kassen, Kühltruhen und Leergutautomaten. Von besonderem Interesse für GK (und den Partner SAP) ist jedoch die Höhe der Softwareumsätze.

Innerhalb der Softwareausgaben dürfte das zentrale ERP-System bei nahezu allen Händlern der größte Einzelposten sein. Die Praxis scheint zu zeigen, dass Themen wie Omnichannel gerne um diese zentrale Lösung herum aufgebaut werden und den Händlern sehr an einem reibungslosen Zusammenspiel von Kassensystem, Warenwirtschafts- und ERP-System gelegen ist. Früher als andere haben SAP Hybris und GK hier auf Angebote aus einer Hand gesetzt.

Seit 2014 ist zudem zu beobachten, dass Multi-Channel-Anbieter schneller wachsen als bspw. reine eCommerce-Anbieter. Auch dies befördert die Nachfrage nach integrierten Omnichannel-Lösungen.

## Wettbewerber

### **Konsolidierung scheint sich zu beschleunigen**

Seit Jahren reduziert sich die Anzahl der Hersteller von Retailsoftware. Hintergrund ist ein starker Konsolidierungsprozess, der von großen Akteuren (wie bspw. SAP, Oracle, salesforce.com und NCR) getrieben wird. Motivation der Übernahmen sind sowohl Überlegungen Omnichannel-Lösungen aus einer Hand anzubieten, als auch Probleme mit dem eigenen Lösungsportfolio. GK Software ist in den vergangenen Jahren mehrfach als Käufer kleinerer Unternehmen im Retailbereich aktiv gewesen. Die AWEK-Übernahme (2012) stärkte den Service-Bereich der GK in der DACH-Region und erweiterte das Produktspektrum um eine komplementäre Lösung für mittelständische Händler. Beim DBS-Asset-Deal (3/2015) bestanden die wesentlichen Motive in der Stärkung der US-Präsenz und einem technischen Feature zur Zahlkartenintegration im US-Markt, die andernfalls selbst hätte entwickelt werden müssen.

### **Retail-Software: Immer mehr Anbieter setzen auf Angebote aus einer Hand**

Die Übernahme von Demandware (Kaufpreis: USD 2,8 Mrd.; Umsatz 2015: USD 237 Mio.) durch Salesforce.com Mitte 2016 ist ein weiterer Beleg dafür, dass Kunden zeitgemäße, Omnichannel-fähige Softwarelösungen aus einer Hand wünschen bzw. sich immer mehr (ERP-) Anbieter sich entsprechend positionieren. Die Käufer zeigen hierfür auch die Bereitschaft enorme, strategische

Prämien zu zahlen. SAP Hybris und GK Software können bereits auf eine mehrjährige, erfolgreiche Partnerschaft zurückblicken. Die tiefe Kooperation erlaubt es GK bereits sehr frühzeitig Produkte, die auf künftige SAP-Lösungen abgestimmt sind, zu planen. Der hohe SAP-Marktanteil im ERP-Bereich bei den internationalen Retailern ist ein weiterer Trumpf dieser Partnerschaft.

Der SAP-Wettbewerber Oracle hat 2014 MICROS Systems (Kaufpreis: USD 5,3 Mrd.) übernommen, was eine Ausweitung im Richtung POS bedeutete, hier auch mit Akzent auf den Branchen Hotellerie und Gastronomie. Aktuell versucht Oracle die Übernahme der NetSuite (Angebot: USD 9,3 Mrd.), die u.a. mit SuiteCommerce und der 2015 eingeführten SuiteCommerce InStore (POS) Omnichannel-Themen adressiert. Mit Demandware und SAP-Wettbewerber Salesforce.com haben sich jüngst auch zwei „pure-cloud“-Geschäftsmodelle zusammengefunden. Die Integration beider Unternehmen dürften sich technisch gut und vergleichsweise einfach umsetzen lassen – Schwachpunkt der Verbindung ist aber, dass Demandware sehr lange rein auf eCommerce-Lösungen ausgerichtet war und erst 01/2016 mit Tomax Corp. selbst ein POS-Software-Unternehmen übernahm, um den Markttrends (Multi-Channel-Händler zeigten seit 2014 stärkere Wachstumsraten als reine eCommerce-Anbieter) gerecht zu werden. Die nachfolgende Übersicht zeigt (einen Auszug) der M&A-Tätigkeit der letzten 5 Jahre von IT/Software-Lösungsanbietern im Bereich Retail.

**Tabelle 01: M&A-Aktivitäten der letzten 5 Jahre (Auszug)**

Käufer	Branche Käufer	Zielunternehmen	Branche Zielunternehmen	(Abschluss-) Datum	Kaufpreis
NCR	u.a. Kassensysteme, Geldautomaten	Retailix Ltd.	Retail Software&Services	2012 - 11	USD 600 Mio.
SAP	ERP u.a.	hybris	eCommerce-Lsg.	2013 - 06	ca. USD 1,4 Mrd.
Oracle	ERP u.a.	MICROS Systems	u.a. POS-Lsg. für Hotel/Gastro	2014 - 06	USD 5,3 Mrd.
Vista Equity Partner	Finanzinvestor	MarketLive	Omni-Channel-eCommerce-Plattform	2015 - 11	unbekannt
		Shopatron	eCommerce-Ordermanagement-Lsg.	2015 - 11	unbekannt
		Fiverun	POS-Anbieter	2016 - 01	unbekannt
Demandware	eCommerce-Lsg. (SaaS)	Tomax	POS/Store-Lösung	2016 - 01	USD 75 Mio.
Salesforce.com	ERP (SaaS)	Demandware	eCommerce-Lsg. (SaaS)	2016 - 06	USD 2,8 Mrd.
Diebold	u.a. Sicherheitssysteme, Geldautomaten	Wincor Nixdorf	Kassen/Bankautomaten	2016 - 08	Merger (Barkomponente & Aktientausch)
Oracle	ERP u.a.	Net Suite	u.a. cloud-based ERP, Omni-Channel-Software	2016-07 (angekündigt)	USD 9,3 Mrd. (angeboten)

Quelle: Thomson Reuters, Unternehmensangaben

### Übernahmewelle beschleunigt sich – Omnichannel als Motiv

Deutlich an der Aufstellung (die keinen Anspruch auf Vollständigkeit erhebt) wird, dass die „Schlagzahl“ zuletzt deutlich zugenommen hat. Alleine 2016 werden mindestens drei Deals ihren Abschluss finden, deren Volumen jeweils USD 2,5 Mrd. überstieg. Neben günstigen Kreditaufnahmemöglichkeiten sehen wir Bestrebungen im Bereich Omnichannel eine lückenlose, zeitgemäße Lösungswelt bieten zu können als Hauptmotivation. Letzteres beinhaltet, dass Akquisitionen mitunter auch auf Schwächen/Versäumnisse in der eigenen Lösungswelt hindeuten können. Neu ist, dass mit **Vista Equity Partner** ein Finanzinvestor gleich drei Unternehmen aufkauft - mit der Motivation „Omnichannel aus einer Hand“ bieten zu können – und zusammenschließt (unter dem Namen **KIBO**). Auch dies unterstreicht die Relevanz und Chancen, die sich mit dem Thema verbinden.

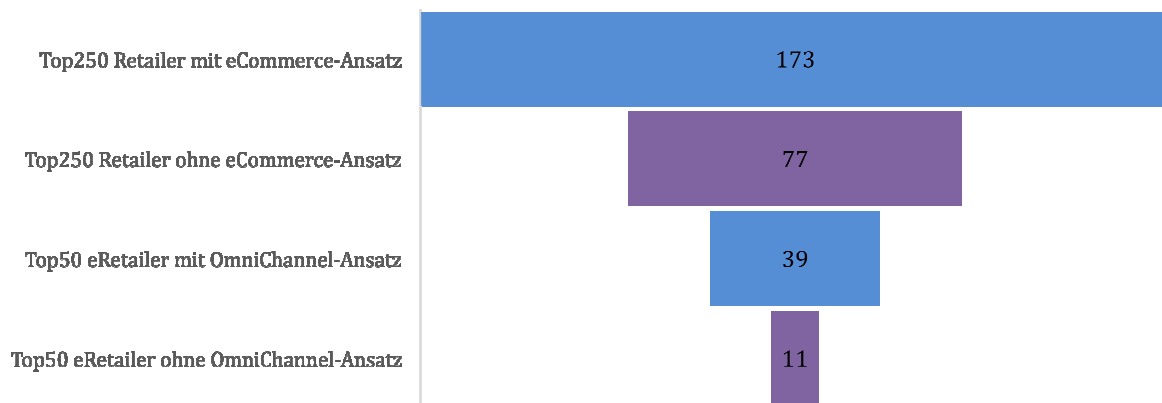


Typischerweise werden strategische IT-Entscheidungen eines Handelskonzerns am Hauptsitz gefällt, obwohl 2/3tel der Top250 Händler auch im Ausland Umsätze erzielen. Die europäischen Händler sind dabei deutlich internationaler ausgerichtet als die amerikanischen oder chinesischen Handelskonzerne, die jeweils über einen großen Heimatmarkt verfügen.

### **Mehrzahl der Händler ist mit Omnichannel-Ansatz adressierbar**

Die deutliche Mehrzahl der Top250 Handelskonzerne unterhält neben den Filialgeschäften eine eCommerce-Website. Bei den größten 50 eCommerce-Unternehmen weltweit folgen fast 80% einem Omnichannel-Ansatz. Darüber hinaus kann GK natürlich auch reine Filialisten ohne Onlineaktivitäten adressieren, während eCommerce Pure-Player (z.B. amazon, Zalando) für die Lösungswelt der GK wenig direkte Ansatzpunkte bieten.

### **Grafik 07: Omnichannel-Ansatz bei den Top-Retailern (2014)**



Quelle: Deloitte, eigene Darstellung

Omnichannel ist insgesamt noch ein junges Thema. Augenscheinlich hat zwar die Mehrzahl der großen Handelskonzerne mehrere Vertriebswege – der Prozess der strategischen Omnichannel-Integration ist damit jedoch nicht zwangsläufig abgeschlossen. Bei Multi-Channel-Ansätzen können mehrere Vertriebswege „nebeneinander“ bestehen, wichtige Leistungsmerkmale einer integrierten Omnichannel-Lösung (einheitliches Pricing, Pick-in-Store, Onlineinfos zum Bestand in benachbarten Filialen) fehlen aber oft. Wir würden die OmniPOS-Lösung der GK Software einer zweiten Generation zurechnen, die eine noch tiefere Prozessintegration erlaubt und daher auch Konzerne adressiert, die bereits über eine Omnichannel-Lösung (erster Generation) verfügen.

## Bewertungsteil

### GuV, Bilanz, Kapitalflussrechnung

#### H1 2016: Starkes Lizenzgeschäft – Umsatz steigt um 30%

Getrieben vom insbesondere in Q2 starken Lizenzgeschäft erzielte GK Software im ersten Halbjahr einen über 30%igen Umsatzanstieg. Typischerweise ist - bedingt durch Saisoneffekte - die zweite Jahreshälfte umsatzstärker. In diesem Jahr sind wir allerdings nur von einer leichten Umsatzverbesserung gegenüber H1 ausgegangen, da sich Neulizenzen schwer planen lassen. Q2 brachte gleich mehrere Abschlüsse, die in Summe für 3.000 Filialen bzw. 6.000 Systeme/Installationen stehen. Die Mehrzahl dieser Installationen entfällt auf den bekannten Modeanbieter Gerry Weber (1.300 Standorte in 18 Ländern) und einen nicht näher benannten Luxuryhändler mit 1.200 Standorten weltweit.

#### Personalaufbau unterstreicht aussichtsreiche Ausschreibungspipeline

Der massive Personalaufbau um 81 Mitarbeiter allein in H1, ist zu etwa einem Drittel auf die Anfang 2016 (für 46 T€) erworbene Tochter in der Ukraine zurückzuführen. Insgesamt hat uns der starke Anstieg etwas überrascht, sodass wir unsere Personalkosten deutlich nach oben angepasst haben, während unsere Umsatzerwartung für 2016 nur leicht angehoben wurde. Der Personalaufbau belastet die Marge in besonderem Maße, da die neuen Mitarbeiter zu Beginn Schulungen durchlaufen und noch nicht so produktiv sind wie langjährige Mitarbeiter. Die Personalaufstockung unterstreicht - ebenso wie die zahlreichen offenen Stellen bei GK - aber auch die hervorragenden mittelfristigen Aussichten der Gesellschaft.

#### Mittelfristige Margenerwartungen

Für das laufende Jahr, in dem GK ein leicht negatives Ergebnis nicht ausschließt, sind wir etwas optimistischer als die Gesellschaft. Im Jahr 2018, in dem GK die Ziel-EBIT-Marge von 15% erreichen möchte, haben wir dagegen konservativ mit einer EBIT-Marge von 12,5% gerechnet. Der Margenmechanismus in unserem Modell ist vor allem durch Personalaufbau und Lizenzabschlüsse bestimmt. Nimmt die Dynamik bei Neueinstellungen ab, sollte die operative Marge (bei vergleichbar guter Beraterauslastung) schnell ansteigen, da eingearbeitete Mitarbeiter (die dann in Relation zunehmen) produktiver sind. Obwohl das Geschäftsmodell in der Vergangenheit auch höhere Margen lieferte, sind wir in unserem DCF-Modell von einem EBIT-Margen-Peak von 16% (in 2020/21) ausgegangen und lassen die Marge in den Jahren 2022ff aus Gründen der Vorsicht dann wieder absinken.

#### Solide Bilanz lässt Raum für weiteren Kapazitätsausbau

Die Bilanz der GK Software zeichnet sich durch eine solide Eigenkapitalquote (42,5% zum 30.06.2016) aus. Der Kassenbestand (€ 7,4 Mio. zum 30.06.2016) lässt genug Raum für weiteren Kapazitätsausbau und kleinere strategische Zukäufe. GK dürfte besonderes Augenmerk auf den Ausbau der internationalen Kapazitäten legen.

#### Cash-Flow – Capex-Peak überschritten

Auf Sicht der nächsten Jahre dürfte GK Software das durch Kapazitätsausweitungen/Internationalisierung bedingte Capex-Peak überschritten haben. Obwohl für 2017 und 2018 auf einem 15.000qm großen Areal (in unmittelbarer Nähe des Hauptsitzes in Schöneck) der Bau eines Firmen-Campus mit Betriebskindergarten, Schulungs- und Fitnessräumen, Restaurant sowie Räumlichkeiten für Start-Ups geplant ist, gehen wir davon aus, dass das Capex mit rd. € 2 Mio. dann sogar geringer ausfällt, als im laufenden Jahr.



## DCF-Bewertung

### Modellannahmen

In unserem DCF-Modell haben wir mit Kapitalkosten (WACC) von 8,9% gerechnet. Das Beta haben wir mit 1,5 angesetzt, was Unternehmensgröße und Branchenzugehörigkeit geschuldet ist. Nach einer Phase mit zweistelligen Wachstumsraten, die durch Internationalisierung und Omnichannel-Trend bedingt ist, lassen wir die jährlichen Wachstumsraten nach 2018 wieder in den einstelligen Prozentbereich zurückfallen. Die ewige Wachstumsrate (2026ff) liegt bei 1%

Tabelle 02: DCF-Bewertung

	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Umsatz	71,8	85,2	96,2	103,5	111,2	116,8	122,6	128,8	135,2	142,0	149,1
EBITDA	5,7	11,3	16,5	20,4	22,5	23,6	23,8	25,0	25,0	23,4	24,6
EBITDA-Marge	7,9	13,3	17,2	19,7	20,2	20,2	19,4	19,4	18,5	16,5	16,5
EBIT	1,6	7,0	12,0	15,5	17,8	18,7	19,0	20,0	20,3	18,5	19,4
EBIT-Marge	2,3	8,2	12,5	15,0	16,0	16,0	15,5	15,5	15,0	13,0	13,0
Steuern	0,5	2,1	3,6	4,7	5,3	5,6	5,7	6,0	6,1	5,5	5,8
+ Abschreibungen/Amortisation	4,1	4,3	4,5	4,8	4,7	4,9	4,8	5,0	4,7	4,9	5,2
- Inv. Immaterielle Vermögensggst.	2,6	2,0	2,0	2,2	3,5	3,7	3,9	4,1	4,3	4,9	5,2
- Veränderung Working Capital	2,3	3,4	2,8	1,8	1,9	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8
Operativer Cash flow	0,3	3,8	8,1	11,7	11,6	12,9	12,7	13,3	13,0	11,2	11,8
Diskontierungsfaktor	0,92	0,84	0,77	0,71	0,65	0,60	0,55	0,51	0,46	0,43	0,39
Wert operativer Cash Flow heute	0,3	3,2	6,3	8,3	7,6	7,7	7,0	6,7	6,0	4,8	4,6
Kumulierter Wert der oper. CF	62,6										
Barwert des Endwertes	63,6										
Unternehmenswert	126,2										
- Nettoverschuldung	9,2										
- Anteile Dritter	0,0										
Wert des Eigenkapitals	117,0										
Fairer Wert je Aktie in €	<b>61,88</b>										

Quelle: EQUI.TS

## Peer-Bewertung

### Auswahl Peer-Unternehmen

Durch die Konsolidierung in der Branche sind zahlreiche Peers (Wincor, Micros, Demandware) vom Kurszettel verschwunden oder stehen davor. Die verbliebenen Peers eint, dass alle den Retailsektor als wesentliche Zielgruppe haben und dessen IT-Budgets adressieren.

Die "klassischen" Peer-Unternehmen, die traditionell von der Hardwareseite kamen, sind **Diebold (Wincor)**, **NCR**, **Mettler-Toledo** und **Zebra Technologies** – bei den letztgenannten drei Unternehmen handelt es sich auch um Hardware-Partner der GK. Gemessen an der Marktkapitalisierung sind diese vier Unternehmen deutlich größer als GK Software. NCR ist breit über verschiedene Branchen aufgestellt, das Retail-Segment (Branchenlösung NCR Retail One) ist mit einem Umsatzanteil von 30% das zweitwichtigste Segment. Die in den USA börsennotierte **Mettler-Toledo** adressiert ebenfalls verschiedene Branchen. Im Bereich Retail gehören verschiedene hochwertige Waagen, Verbrauchsmaterialien und Retailsoftware zum Angebot. Nach der Übernahme von Wincor durch Diebold (ein Beherrschungsvertrag wurde 8/2016 angekündigt) dürfte das Gewicht des Retailsegments im Konzern deutlich schrumpfen.



**Shopify** ist ein Unternehmen, das SMBs den Zugang zu Omnichannel-Funktionalitäten ermöglichen will und erst seit kurzem börsennotiert ist. Die deutsche **Vectron** ist ein Anbieter von Kassensystemen (Hard- und Software), der vor allem kleinere Filialisten (Optikerketten, Bäckereien) im Fokus hat, während die Jenaer **Intershop** vor allem größere eCommerce-Anbieter zu den Zielkunden zählt (und damit ein potenzieller Wettbewerber für Hybris ist). Alle drei Peers treten somit als direkte Wettbewerber für GK, die andere Zielgruppen ins Auge gefasst hat, nicht in Erscheinung.

Abgerundet wird die Peer durch die beiden Softwareunternehmen **Atoss Software** und **Manhattan Associates**. Während die Münchner Atoss Software AG Lösungen für den optimierten Personaleinsatz bietet und zahlreiche Retailer zum eigenen Kundenkreis zählt, ist Manhattan Associates ein Hersteller von SCM-(Supply-Chain-Management)-Software, die auch im Handel eingesetzt wird. Forrester zählt das Unternehmen zu den „Omnichannel Order Management“-Leadern.

### Die großen ERP-Anbieter handeln zu EV/Umsatz-Multiples >3

Die ERP-Anbieter SAP (Hybris; Partnerschaft mit GK) Oracle (MICROS, NetSuite) und salesforce.com, die jüngst Demandware akquirierten (2015er EV/Umsatz-Multiple zur Übernahme: rd. 11,8), sind nicht in der GK-Peer enthalten, da trotz des verstärkten Engagements in dem Sektor die Geschäftsmodelle zu diversifiziert sind und die Unternehmen einer anderen Größenklasse angehören. Die EV/Umsatz-Multiples bewegen sich in Größenordnungen von teils deutlich über 3.

Die nachstehende Tabelle liefert einen schnellen Überblick über Marktkapitalisierung, erwartete jährliche Wachstumsraten im Umsatz (2015-2018e) sowie das durchschnittliche EBITDA-Margenniveau der Jahre 2014a bis 2018e.

**Tabelle 03: Übersicht Peer-Unternehmen**

Unternehmen	CAGR 15-18 (Umsatz)	Durchschnittl. EBITDA-Marge (2014a bis 2018e)	Marktkapitalisierung (in € Mio.)
Zebra Technologies Corp	1,3%	17,2%	3.107,1
NCR Corp	0,9%	14,0%	3.520,3
Manhattan Associates Inc	10,0%	32,7%	3.748,9
Vectron Systems AG	16,4%	16,0%	65,2
Diebold Inc	27,5%	8,0%	1.715,2
Mettler-Toledo International Inc	4,1%	24,4%	9.171,9
Atoss Software AG	12,0%	26,7%	222,7
Shopify Inc	47,0%	-2,8%	2.990,1
Intershop Communications AG	0,2%	5,5%	46,9
Median	10,0%	16,0%	2.990,1
Mittelwert	13,3%	15,8%	2.732,0
GK Software AG	15,4%	8,5%	86,8

Quelle: EQUI.TS GmbH, Thomson Reuters

Bezogen auf die Wachstumsrate (2015-2017e) ist GK mit jährlichen Durchschnittswerten von über 15% unter den drei wachstumsstärksten Unternehmen zu finden. Einsamer Spitzenreiter beim Wachstum ist Shopify (mit 45% p.a.), Schlusslichter sind NCR, Intershop und Zebra mit erwarteten Wachstumsraten unter 2% p.a. In der EBITDA-Margenbetrachtung weist GK wegen der derzeitigen Priorisierung von Wachstum gegenüber Marge einen unterdurchschnittlichen Rang auf.

## Bewertungs-Übersichten (Peer)

**Tabelle 04: Peer-Bewertung (Basisjahre 2016e und 2017e)**

Unternehmen	EV/EBITDA (2016e)	EV/Umsatz (2016e)	KGV (2017e)	EV/Umsatz (2017e)	EV/EBITDA (2017e)	EV/EBIT (2017e)
Zebra Technologies Corp	10,3	1,7	10,5	1,7	9,5	11,5
NCR Corp	7,7	1,2	9,8	1,2	7,3	9,1
Manhattan Associates Inc	19,3	6,7	29,2	6,1	17,2	18,0
Vectron Systems AG	14,1	2,0	11,2	1,5	6,2	6,7
Diebold Inc	16,4	1,1	11,9	0,7	9,7	20,5
Mettler-Toledo International Inc	17,7	4,4	24,0	4,2	16,5	18,1
Atoss Software AG	15,1	4,1	23,1	3,6	13,5	14,2
Shopify Inc	n.m.	8,7	n.m.	6,1	n.m.	n.m.
Intershop Communications AG	13,0	1,0	n.m.	0,9	13,0	38,8
Mittelwert	14,2	3,4	17,1	2,9	11,6	17,1
GK Software AG	16,6	1,3	18,5	1,1	8,4	13,5
Abschlag/Aufschlag	17,3%	-61,6%	8,0%	-61,7%	-28,0%	-20,9%
Impliziter fairer Wert	38,56	126,10	42,56	126,67	65,39	59,20
						76,41
Größenabschlag						25,0%
Fairer Wert						<b>57,31</b>

Quelle: EQUI.TS GmbH, Thomson Reuters

### Alles hängt an der Marge – GK derzeit in Sondersituation

In beiden Basisjahren weist GK Software großes Kurspotenzial auf, insbesondere gemessen an der Kennzahl EV/Umsatz. Dies zeigt, dass der Markt die angestrebte Margenausweitung nicht (ausreichend) einpreist. Bedingt durch eine bei GK auch in 2016 temporär durch die Kapazitätsausweitung weiter stark belastete operative Marge haben wir bei Peer-Bewertung zwei Kennzahlen auf 2016er und vier auf 2017er Basis herangezogen. Auch bei Shopify (die stark auf Kosten der Profitabilität wachsen) und Intershop haben wir einzelne Kennzahlen nicht einbezogen, um zu starke Verzerrungen zu vermeiden. Einen Abschlag von 25% auf das ermittelte Ergebnis haben wir vorgenommen, da die Peers mit wenigen Ausnahmen deutlich größer sind als GK.

### Fairer Wert bei € 57,31 pro Aktie – Margenausweitung wird Neubewertung nach sich ziehen

Der mit Hilfe der Peer-Bewertung ermittelte Faire Wert pro Aktie liegt bei € 57,31. Die Bandbreite zwischen den durch EV/Umsatz- und Ergebnis-Multiples gelieferten Fairen Werten ist allerdings groß. GK ordnet derzeit die Profitabilität dem Wachstum unter – vor dem Hintergrund, dass der Omnichannel-Umbruch jetzt stattfindet und enorme Chancen für Marktanteilsverschiebungen bietet, scheint dies der richtige Weg. Mittel- bis langfristig sehen wir die operative Marge der GK wieder in Größenordnungen um 15%, GK selbst will dies 2018 erreichen. Wenn diese Margenniveaus erreicht sind, dürfte die Aktie eine Neubewertung erfahren, in dessen Zuge sich das EV/Umsatz-Multiple deutlich vom derzeitigen Niveau um 1,3 entfernt.

### Bewertungsfazit

Bei Berücksichtigung von Peer (€ 57,31) und DCF-Bewertung (€ 61,88) zu je 50% ergibt sich ein gewichteter Fairer Wert von € 59,60 pro Aktie.

## SWOT

<p><b>Stärken</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Partnerschaft zu SAP sorgt für Zugang zu großen internationalen Retailern</li><li>✓ Starke Marktstellung bei großen Retailern</li><li>✓ GK/Retail OmniPOS und SAP Hybris-Lösungen bilden technologisch führendes Omnichannel-Produkt wie aus einer Hand</li><li>✓ Wartungs- und Dienstleistungsumsätze zeigen stabile Wachstumspfade auf</li><li>✓ Skalierungsmöglichkeiten des Geschäftsmodells können durch Implementierungspartner realisiert werden</li><li>✓ GK hat in Nordamerika, dem größten Retail-Markt, bereits erste Kunden gewonnen und die eigene Präsenz deutlich ausgebaut</li><li>✓ GK liefert klaren technischen „Mehrwert“ für SAP Hybris/GK-Lösungswelten (Stw. Central Pricing Engine)</li></ul>	<p><b>Schwächen</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Die Nutzung von internationalen Wachstumschancen kostet gegenwärtig Marge</li><li>✓ Verglichen mit den Wettbewerbern ist GK eher klein</li><li>✓ Lizenzabschlüsse sind durch GK schwer steuerbar und werden auch weiterhin zu volatilen Ergebnissen führen</li><li>✓ Fachkräftemangel im IT-Bereich trifft auch GK Software</li><li>✓ Die enge SAP-Bindung (u.a. mit Vorkaufsrecht) verhindert Übernahmespekulationen</li></ul>
<p><b>Chancen</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Omnichannel stellt eine Zäsur im Retail-Markt dar, der die Marktanteile zugunsten von GK verschieben kann.</li><li>✓ Positiver Trend im Lizenzgeschäft setzt sich mittelfristig fort</li><li>✓ Erreicht GK mittelfristig und planmäßig die angestrebten EBIT-Margenniveaus (15% in 2018), dürften sich auch die Bewertungsrelationen (EV/Umsatz) den Software-Peers schnell wieder annähern.</li><li>✓ Erkennen die Retailer die Vorteile einer auf das SAP-ERP abgestimmten Lösung, würde das bei GK zu einem erheblichen Kundenzuwachs führen. (Der Umstand, dass auch Oracle und Salesforce Lösungswelten aus einer Hand anbieten (wollen), vergrößert diese Chance eher noch)</li></ul>	<p><b>Risiken</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>✓ Reputationsrisiken, wenn ein Projekt scheitern sollte</li><li>✓ Gesellschaft muss mit Personalaufbau in Vorleistung gehen, kommen Projekte nicht oder später führt dies zu deutlicher Margenbelastung</li><li>✓ Gefahr der Abhängigkeit von SAP bzw. dem SAP-Vertrieb</li></ul>

## Tabellenanhang

<b>GuV (in EURm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>42,458</b>	<b>44,634</b>	<b>62,602</b>	<b>71,750</b>	<b>85,160</b>	<b>96,247</b>
Bestandsveränderung f./unf. Erzeugnisse	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktivierete Eigenleistungen	0,376	0,512	0,525	0,602	0,714	0,807
Sonstige betriebliche Erträge	2,451	2,188	1,726	1,978	2,348	2,654
<b>Gesamtleistung</b>	<b>45,285</b>	<b>47,333</b>	<b>64,853</b>	<b>74,330</b>	<b>88,222</b>	<b>99,708</b>
Materialaufwand	-4,082	-5,151	-8,266	-8,186	-9,187	-9,454
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>41,202</b>	<b>42,182</b>	<b>56,587</b>	<b>66,144</b>	<b>79,035</b>	<b>90,254</b>
Personalaufwand	-25,605	-28,749	-39,668	-45,855	-51,077	-55,575
Sonstige betr. Erträge / Aufwendungen	-12,258	-13,397	-14,742	-14,606	-16,653	-18,138
<b>EBITDA</b>	<b>3,340</b>	<b>0,037</b>	<b>2,177</b>	<b>5,683</b>	<b>11,305</b>	<b>16,540</b>
Abschreibungen/Amortisation	-2,295	-3,052	-3,453	-4,068	-4,323	-4,509
<b>EBIT</b>	<b>1,045</b>	<b>-3,015</b>	<b>-1,276</b>	<b>1,615</b>	<b>6,983</b>	<b>12,031</b>
Finanzergebnis	-0,113	0,028	-0,107	-0,355	-0,315	-0,241
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	0,932	-2,987	-1,383	1,260	6,668	11,790
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,331	1,117	-0,117	-0,372	-1,969	-3,481
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>0,601</b>	<b>-1,870</b>	<b>-1,500</b>	<b>0,888</b>	<b>4,699</b>	<b>8,309</b>
Bereinigungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Bereinigtes Nettoergebnis</b>	<b>0,601</b>	<b>-1,870</b>	<b>-1,500</b>	<b>0,888</b>	<b>4,699</b>	<b>8,309</b>
Gewichtete Anzahl Aktien	1,79	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89
EPS	0,34	-0,99	-0,79	0,47	2,49	4,40
EPS bereinigt	0,34	-0,99	-0,79	0,47	2,49	4,40
DPS	0,25	0,00	0,00	0,00	0,55	0,97

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose)

<b>Kapitalflussrechnung (in EURm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
CF aus operativer Geschäftstätigkeit	1,829	-0,394	2,196	2,299	5,098	9,590
CF aus Investitionstätigkeit	-0,951	-1,569	-18,583	-2,639	-2,032	-2,297
CF aus der Finanzierungstätigkeit	2,483	-1,606	12,574	-2,000	-2,000	-3,034
Veränderung der Zahlungsmittel	3,361	-3,569	-3,813	-2,340	1,065	4,259
Flüssige Mittel am Periodenende	13,742	10,173	7,377	5,037	6,103	10,362

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUI.TS (Prognose)

- Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende des Dokuments -

<b>Bilanz (in EURm)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>
Anlagevermögen	14,718	13,445	30,944	29,515	27,224	25,011
Imm. Vermögenswerte	9,922	8,474	25,190	23,897	21,604	18,911
Sachanlagen	4,794	4,970	5,753	5,616	5,619	6,099
Finanzanlagen	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
Umlaufvermögen	32,351	28,270	33,074	33,767	39,278	47,213
Vorräte	1,043	1,159	1,655	1,897	2,251	2,544
Forderungen aus LuL	13,754	12,375	19,100	21,890	25,982	29,364
Sonstige Forderungen	3,812	4,563	4,943	4,943	4,943	4,943
Kasse und Wertpapiere	13,742	10,173	7,377	5,037	6,103	10,362
Sonstiges Aktiva	0,753	2,957	3,742	3,742	3,742	3,742
<b>Summe Aktiva</b>	<b>47,821</b>	<b>44,673</b>	<b>67,760</b>	<b>67,024</b>	<b>70,245</b>	<b>75,967</b>
Eigenkapital	33,156	30,555	28,967	29,855	34,554	41,829
Rücklagen	33,156	30,555	28,967	29,855	34,554	41,829
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	2,540	3,321	4,081	4,151	4,224	4,301
Verbindlichkeiten	10,196	8,600	32,085	30,390	28,838	27,209
Zinstragende Verbindlichkeiten	2,290	1,132	14,723	12,723	10,723	8,723
Verbindlichkeiten aus LuL	1,421	1,634	2,091	2,397	2,845	3,215
Sonstige nichtzinstr. Verbindlichk.	6,485	5,835	15,271	15,271	15,271	15,271
Sonst. Verbindlichkeiten	1,928	2,196	2,628	2,628	2,628	2,628
<b>Summe Passiva</b>	<b>47,821</b>	<b>44,673</b>	<b>67,760</b>	<b>67,024</b>	<b>70,245</b>	<b>75,967</b>

Quelle: Unternehmensangaben (Historie), EQUITS (Prognose)

Kennzahlen	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz	1,08	1,61	1,19	1,34	1,13	1,00
EV/EBITDA	13,67	1969,16	34,17	16,90	8,50	5,81
EV/EBIT	43,68	-23,84	-58,32	59,49	13,76	7,98
KGV bereinigt	93,50	-42,38	-43,72	97,78	18,48	10,45
KGV verwässert und bereinigt	93,50	-42,38	-43,72	97,78	18,48	10,45
PCPS	48,20	41,00	24,45	17,28	9,55	6,73
Preis/Buchwert	1,70	2,59	2,26	2,91	2,51	2,08
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
EBITDA-Marge	7,9%	0,1%	3,5%	7,9%	13,3%	17,2%
EBIT-Marge	2,5%	-6,8%	-2,0%	2,3%	8,2%	12,5%
Vorsteueremarge	2,2%	-6,7%	-2,2%	1,8%	7,8%	12,2%
Nettomarge	1,4%	-4,2%	-2,4%	1,2%	5,5%	8,6%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	0,3%	n.m.	3,3%	8,3%	11,0%
ROE	2,0%	-5,9%	-5,0%	3,0%	14,6%	21,8%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in T€)	76,9	78,0	84,7	85,9	94,4	101,6
Personalaufwand/Mitarbeiter (in T€)	46,4	50,3	53,7	54,9	56,6	58,7
Nettoerg./Mitarbeiter (in T€)	1,1	-3,3	-2,0	1,1	5,2	8,8
Anzahl Mitarbeiter	552	572	739	835	902	947
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	69,3%	68,4%	42,7%	44,5%	49,2%	55,1%
Gearing	44,2%	46,2%	133,9%	124,5%	103,3%	81,6%
Dividendenrendite	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	2,1%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	0,65	1,02	1,42	2,66	4,81	6,82
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,02	0,08	-8,45	1,26	3,74	5,61
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	5,4%	6,8%	5,5%	5,7%	5,1%	4,7%
Capex/Umsatz	2,8%	4,0%	29,8%	3,7%	2,4%	2,4%
Working Capital/Umsatz	31,5%	26,7%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%
Steuerquote	35,5%	37,4%	-8,5%	29,5%	29,5%	29,5%

Quelle: EQUITS

# DISCLAIMER

## A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: EQUI.TS GmbH

**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst, und Thomas Schießle, Analyst.**

Die EQUI.TS GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

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

Unternehmen	Analysten	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	09.09.2015	Kaufen	€ 45,00
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	04.12.2015	Kaufen	€ 46,80
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	07.03.2016	Kaufen	€ 45,20
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	17.05.2016	Kaufen	€ 54,35
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	21.06.2016	Kaufen	€ 54,35
GK SOFTWARE AG	D.Grossjohann/T.Schießle	12.09.2016	Kaufen	€ 59,60

II. Zusätzliche Angaben:

### 1. Informationsquellen:

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

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

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

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

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

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

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

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow,



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

**3. Datum der Erstveröffentlichung der Finanzanalyse:**

**(12.09.2016)**

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

**(Schlusskurse vom 09.09.2016)**

**5. Aktualisierungen:**

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

**III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte** durch Verwendung der folgenden Zahlenhinweise:

1. Der Verfasser hält eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5% des Grundkapitals,
2. Der Verfasser war in den letzten zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten öffentlich herausgab,
3. Der Verfasser erstellt Kauf- / Verkaufsgeschäfte über die analysierten Inhalte,
4. Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Verfasser und dem Emittenten,
5. Der Verfasser gehört zu einem Kontrollorgan des Emittenten oder übt in anderer Weise eine entsprechende Kontrollfunktion aus,
6. Der Verfasser hat die Analyse auf Basis einer Vereinbarung (vergüteter Auftrag) erstellt,
7. Der Verfasser erhält Zahlungen von dem Emittenten,
8. Der Verfasser hat in den letzten zwölf Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking geschlossen, eine Leistung oder ein entsprechendes Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten

**Bei der vorliegenden Finanzanalyse trifft Interessenskonflikt 6. zu.**

## **B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:**

Dieses Dokument wurde von der EQUI.TS GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.

Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der EQUI.TS GmbH zulässig.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.

Dieses von EQUI.TS GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von EQUI.TS GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann EQUI.TS GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens EQUI.TS GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von EQUI.TS GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von EQUI.TS GmbH berichtigt werden, ohne dass EQUI.TS GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.