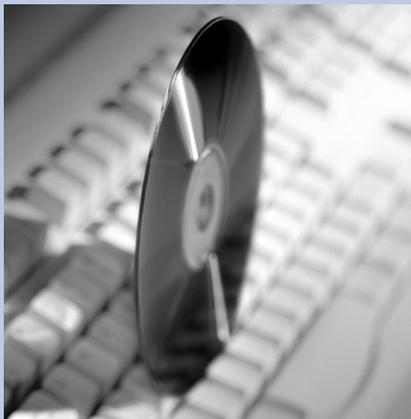


Datum **14.09.2009**



GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**
 Preis (10.09.09): **€ 20,00**
 Marktkapitalisierung **€ 33,3 Mio.**
 Streubesitz **24,33 %**

Finanzkalender

12.11.2009 Q3-Bericht

Aktionärsstruktur

GK Software Holding **70,57%**
 R. Gläß **2,85%**
 S. Kronmüller **2,25%**

Kursentwicklung



Michael Vara

+49 (0)69 – 66 36 80 71
vara@vararesearch.de

Daniel Grossjohann

+49 (0)69 – 61 99 33 31
grossjohann@vararesearch.de

GK SOFTWARE AG

GK SOFTWARE wächst trotz Krise weiter

■ **Empfehlung: Kaufen** ■ **Kursziel: € 23,00**

Trotz zu erwartender rückläufiger Umsätze in der Kundenbranche Einzelhandel, zeigte GK SOFTWARE weiteres Wachstum. Die nachlassende Dynamik im zweiten Quartal ist ohne Bedeutung und auf Jahressicht ist weiterhin ein zweistelliges Wachstum geplant. Dieses ist durch die laufenden Projekte, die sämtlich im Plan liegen, abgesichert. An der bisherigen Prognose hält das Unternehmen fest. Vertriebsfolge brachten GK im deutschen Lebensmitteldiscounthandel einen Marktanteil von nun über 40%. Zudem stärkte GK SOFTWARE im ersten Halbjahr durch die erfolgreiche Integration der Solquest die eigenentwickelte IT-Infrastrukturlösung Storeweaver. Durch Referenzen im In- und Ausland ist GK auf einem guten Kurs für künftiges Wachstum. Mit einem 2010er EV/EBIT von 6 ist die Aktie weiter günstig bewertet. Wir empfehlen die Aktie zu kaufen, das angehobene Kursziel resultiert aus dem Peer-Gruppen Vergleich.

Investment Highlights

- Im ersten Halbjahr stieg der Umsatz der GK Software um 11%, davon sind 6,2% auf organisches Wachstum zurückzuführen. Das Abflachen der Wachstumsdynamik im zweiten Quartal ergibt sich aus der Zahlungsstruktur der akquirierten Aufträge, die erst in der zweiten Jahreshälfte fällig werden. Zu Projektverschiebungen kam es nicht, so dass das vom Unternehmen angestrebte zweistellige Wachstum bereits abgesichert ist.
- Auf bisheriger operativer Basis (exkl. der kürzlich akquirierten Solquest) lag die operative Marge im ersten Halbjahr bei 18,9%. Die Solquest-Übernahme belastet jedoch die 2009er Margen. Bedingt durch Restrukturierungs- und Integrationsaufwendungen im Zuge der Übernahme sank der Gewinn pro Aktie im ersten Halbjahr von € 0,62 auf € 0,52. Für das zweite Halbjahr gehen wir davon aus, dass das bisherige Geschäft Margen zeigt, die mit denen des Vorjahres (18,5%) vergleichbar sind. Solquest sollte, unter Berücksichtigung im zweiten Halbjahr anfallender Restrukturierungsaufwendungen (€ 0,52 Mio. erwartet), ein ausgeglichenes EBIT zeigen. Der Rückgang in der Marge auf Konzernebene in 2009 ist somit nur temporär.
- Ausblick: Das Unternehmen geht basierend auf dem guten ersten Halbjahr, dem fortgeschrittenen Auslieferungsgrad bei laufenden Projekten und positiven Entwicklungen bei der Neukundengewinnung von einem zweistelligen Umsatzwachstum aus. Das Unternehmen erwartet dabei EBIT-Margen auf dem Niveau des Vorjahres (bezogen auf den bisherigen Konsolidierungskreis). Wir gehen von einem Umsatz in Höhe von € 18,5 Mio. aus, hiervon sind € 16,5 Mio. auf den bisherigen Konsolidierungskreis und der Rest auf die akquirierte Solquest zurückzuführen.

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2007	10,7	1,6	1,25	n.m.	n.m.	n.m.	21,7	88,7
2008	15,0	2,0	1,22	13,92	1,9	10,2	18,5	29,3
2009e	18,5	2,5	1,52	13,12	1,4	8,6	16,5	20,2
2010e	23,5	3,2	1,91	10,47	1,1	6,0	18,5	21,3
2011e	28,3	3,9	2,32	8,61	0,9	4,9	18,7	21,0

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Neue Branchen und Internationalisierung sind die Treiber des Wachstums

In Deutschland hat GK sich in einigen Handelssegmenten bereits eine marktführende Rolle erarbeitet. Im Bereich Lebensmittel-discounter beträgt der Marktanteil jetzt über 40%. Wachstumsoptionen und Referenzen besitzt GK auch in weiteren Bereichen des Handels (z.B. Drogerie, Mode, Warenhäuser und Mobilfunkshops). Auch international ist GK SOFTWARE erfolgreich. Für das internationale Kundenprojekt bei Douglas wurde GK von einer Expertenjury des renommierten Fachmagazines „Retail Week“ in der Kategorie „Best International Solution“ ausgezeichnet. Mit dem Auftrag zur Ausstattung der Merchandising Stores von Aston Martin ist GK ein Einstieg in den wichtigen britischen Markt gelungen. Somit bestehen Aussichten auf größere Aufträge durch ausländische Handelsunternehmen.

Gespräche mit in- und ausländischen Handelskonzernen

Die Auftragspipeline der GK ist gut gefüllt, und das Unternehmen befindet sich in Verhandlungen mit weiteren potenziellen Kunden aus dem In- und Ausland. Projekte die sich hieraus in den kommenden Monaten ergeben könnten, würden überwiegend in den 2010er und 2011er Zahlen sichtbar werden. Der geplante Umsatz für 2009 ergibt sich aus den laufenden Projekten. Während zwischen März und Juli dieses Jahres eine gewisse Zurückhaltung bei der Neukundenakquise zu beobachten war, hat sich die Lage mittlerweile normalisiert. Zu erwartende rückläufige Umsätze im Einzelhandel, die der HDE in 2009 auf bis zu 2% (nominal) beziffert, scheinen keine nachhaltigen Auswirkungen auf die IT-Ausgaben im für GK SOFTWARE relevanten Bereich zu haben.

Filiallösung für Tankstellen – GK dringt in weitere Subsegmente des Handels vor

GK SOFTWARE entwickelt die Funktionalitäten der eigenen Lösung kontinuierlich weiter und neue Subsegmente innerhalb des Themas Handel (z.B. Tankstellen) werden adressiert. Für das Kundensegment Tankstellen hat GK SOFTWARE in diesem Jahr erstmals eine integrierte Filiallösung vorgestellt, die die gesamte Peripherie (u.a. Zapfsäulen, Preismasten) einbindet. Hierdurch kann dieser interessanten Kundengruppe eine branchenspezifische Standard-Lösung geboten werden. Diese wird bereits durch COOP Schweiz (Supermärkte mit angeschlossener Tankstelle) genutzt. Im britischen Markt ist diese Kombination von Supermarkt und Tankstelle in den sogenannten Hypermarkets üblich.

Zukunftsthemen wie „Mobile Payment“ und „Self-Checkout“ stehen auf der Agenda.

Innovationsstärke ist ein wichtiges Differenzierungsmerkmal der GK SOFTWARE, hiervon zeugt auch der weitere personelle Ausbau des Bereiches Entwicklung und Support. Der 2008 veröffentlichte Release 12, der zahlreiche Produktinnovationen enthält, stößt auf hohes Interesse der Kunden. „Mobile Payment“ und „Self-Checkout“, die im Handel als Zukunftsthemen gesehen werden, stehen weiter im Fokus der Entwicklung im Produktportfolio.

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatzerlöse	7,079	10,745	15,029	18,451	23,453	28,273
Bestandsveränderungen	0,976	-0,002	-1,260	-0,217	-0,276	-0,333
Aktivierete Eigenleistungen	0,318	0,558	0,815	1,033	1,312	1,582
Sonstige betriebliche Erträge	0,205	0,379	0,424	0,632	0,803	0,968
Gesamtleistung	8,578	11,680	15,008	19,897	25,292	30,490
Materialaufwand	-0,227	-0,486	-0,514	-0,621	-0,988	-1,787
Rohergebnis	8,351	11,194	14,494	19,277	24,303	28,703
Personalaufwand	-4,900	-6,152	-8,047	-12,497	-14,159	-16,594
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwand	-1,509	-2,183	-2,954	-3,942	-4,936	-5,876
EBITDA	1,942	2,859	3,493	2,837	5,208	6,233
Abschreibungen/Amortisation	-0,342	-0,527	-0,719	-0,780	-0,870	-0,956
EBIT	1,600	2,332	2,775	2,057	4,339	5,277
Finanzergebnis	0,020	-0,115	0,090	0,132	0,141	0,167
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	1,620	2,217	2,864	2,190	4,480	5,444
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,693	-0,656	-0,830	-0,635	-1,299	-1,578
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	0,927	1,561	2,034	1,555	3,181	3,866
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,984	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,927	1,561	2,034	2,539	3,181	3,866
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,25	1,67	1,67	1,67	1,67
EPS	0,74	1,25	1,22	0,93	1,91	2,32
EPS bereinigt	0,74	1,25	1,22	1,52	1,91	2,32
DPS	0,00	0,64	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Anlagevermögen	1,025	3,748	4,226	5,706	6,708	8,009
Imm. Vermögenswerte	0,719	1,128	1,633	2,583	2,983	3,483
Sachanlagen	0,306	2,620	2,593	3,122	3,725	4,526
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	6,711	8,064	15,382	16,495	20,189	24,215
Vorräte	2,001	1,999	0,738	0,906	1,152	1,389
Forderungen	2,253	3,161	5,789	7,107	9,033	10,890
Kasse und WP	2,457	2,904	8,855	8,482	10,004	11,937
Sonst. Aktiva	0,006	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018
Summe Aktiva	7,742	11,830	19,626	22,218	26,915	32,242
Eigenkapital	1,440	2,081	11,782	13,337	16,518	20,384
Rücklagen	1,440	2,081	11,782	13,337	16,518	20,384
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,707	0,577	0,847	0,850	0,852	0,855
Verbindlichkeiten	5,378	8,388	5,803	6,838	8,352	9,810
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,002	1,376	1,256	1,256	1,256	1,256
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	5,376	7,012	4,547	5,583	7,096	8,554
Sonstige Passiva	0,217	0,784	1,193	1,193	1,193	1,193
Summe Passiva	7,742	11,830	19,626	22,218	26,915	32,242

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	0,763	1,920	1,427	1,886	3,394	4,189
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,653	-2,046	-2,579	-2,259	-1,872	-2,257
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,002	0,573	7,098	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	0,112	0,447	5,946	-0,373	1,522	1,933
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,457	2,904	8,855	8,482	10,004	11,937

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	27,4%	26,6%	23,2%	20,7%	22,2%	22,0%
EBIT-Marge	22,6%	21,7%	18,5%	16,5%	18,5%	18,7%
Vorsteuer marge	22,9%	20,6%	19,1%	17,2%	19,1%	19,3%
Nettomarge	13,1%	14,5%	13,5%	13,8%	13,6%	13,7%
Free-Cash-Flow-Marge	8,7%	n.m.	12,0%	8,6%	11,9%	11,6%
ROE	94,9%	88,7%	29,3%	20,2%	21,3%	21,0%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	85,3	76,8	74,9	72,7	78,8	87,4
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,2	11,2	10,1	10,0	10,7	12,0
Anzahl Mitarbeiter (Durchschnitt)	83	140	201	254	298	324
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	18,6%	17,6%	60,0%	60,0%	61,4%	63,2%
Gearing	-166,0%	-70,9%	-64,1%	-53,8%	-52,6%	-52,1%
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	1,02	1,57	1,82	1,40	2,43	2,90
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,49	-0,52	1,09	0,95	1,67	1,96
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,8%	4,9%	4,8%	4,2%	3,7%	3,4%
Capex/Umsatz	9,2%	24,3%	8,1%	12,2%	8,0%	8,0%
Working Capital/Umsatz	-13,8%	5,9%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	42,8%	29,6%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	n.m.	n.m.	1,88	1,41	1,11	0,92
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	8,10	6,82	5,01	4,18
EV/EBIT	n.m.	n.m.	10,20	8,57	6,01	4,94
P/E berichtet	n.m.	n.m.	13,92	21,42	10,47	8,61
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	13,92	13,12	10,47	8,61
PCPS	n.m.	n.m.	9,36	14,25	8,22	6,90

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

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

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

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

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	13.05.2008	keine	Kein Kursziel
GK SOFTWARE AG	03.09.2008	Kaufen	€ 45,50
GK SOFTWARE AG	21.10.2008	Kaufen	€ 28,45
GK SOFTWARE AG	19.12.2008	Kaufen	€ 28,45
GK SOFTWARE AG	27.03.2009	Kaufen	€ 28,45
GK SOFTWARE AG	14.05.2009	Kaufen	€ 21,60
GK SOFTWARE AG	16.06.2009	Kaufen	€ 21,60

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, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

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

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

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

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

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

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

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:
(14.09.2009)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
 (Schlusskurse vom 10.09.2009)

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

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

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

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

- **verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten. Mitarbeiter von Vara Research GmbH sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen) und werden möglicherweise in dem Dokument genannte Wertpapiere oder Anlagen erwerben oder über solche disponieren.**
- **betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,**
- **waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,**
- **waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,**
- **haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.**

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

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