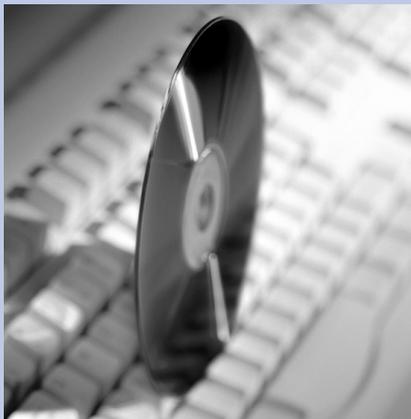


Datum

22.04.2010



GK SOFTWARE AG

GK mit phänomenalem Jahresendgeschäft – Projektfluss ungebrochen

■ **Empfehlung: Halten** ■ **Kursziel: € 50,85**

2009 war für GK SOFTWARE das mit Abstand erfolgreichste der Firmengeschichte. Mit den vorläufigen Zahlen (Umsatz: € 23,3 Mio. ; EBIT € 4,9 Mio.) hat das Unternehmen sowohl unsere Schätzungen (Umsatz: € 19,6 Mio; EBIT: € 3,6 Mio.), als auch die eigene, im Herbst angehobene, Guidance klar übertroffen. Dies lag an einem hervorragenden vierten Quartal und dem daraus resultierenden starken organischen Wachstum, das sich in 2010 fortzusetzen scheint. Wir haben unsere bisherigen Schätzungen daher angehoben, wobei wir sehr konservativ vorgegangen sind. Nach Vorlage des Geschäftsberichtes werden wir unsere Schätzungen erneut überarbeiten. Die GK-Aktie ist mit einem 2010er KGVe von 23,6 angesichts des gezeigten Wachstums und der intakten Auftragspipeline in unseren Augen fair gepreist. Unser Kursziel, basierend auf Peer-Gruppen-Vergleich und FCF-Analyse steigt auf € 50,85 pro Aktie (zuvor: € 40,10).

■ Investment Highlights

- Haupttreiber des rund 55%igen Umsatzanstieges war das organische Wachstum, das rund 33%-Punkte verantwortet. Der Beitrag der im Zuge eines Asset-Deals übernommenen und vollständig integrierten Solquest beläuft sich auf 12,5%-Punkte, bzw. einen Umsatz von rund € 1,9 Mio. Zudem bewirkte eine IFRS Regelung zur Umsatzrealisierung unfertiger Leistungen einen Umsatzeffekt von € 1,4 Mio. (bzw. ca. 9%-Punkten) mit dem jedoch keine Ergebniseffekte verbunden sind. Ergebnisseitig verzeichnete GK SOFTWARE einen überproportionalen Anstieg und übertraf mit einem EBIT von rund € 4,9 Mio. den guten Vorjahreswert um 76%.
- Als Hintergrund der sehr guten vorläufigen Zahlen führt GK vor allem den Auftrag der EDEKA-Gruppe (LUNAR-Projekt) an, das im Rahmen der Partnerschaft mit SAP umgesetzt wurde. Allein im vierten Quartal hatte der Umsatz bei über € 10 Mio. gelegen, das EBIT bei € 4,2 Mio. Eine detaillierte Überarbeitung unserer Schätzungen werden wir nach der Vorlage der endgültigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2009 vornehmen.
- Am ersten April vermeldete GK SOFTWARE die Erteilung eines Großauftrages für einen Kunden aus Russland mit über 1.000 Filialen. Zum Einsatz kommt in diesem Auslandsprojekt die Komplettlösung aus Kasse, Warenwirtschaftsprozessen, SAP-Anbindung und Store Device Control. Über Namen und Auftragsvolumen wurde Stillschweigen vereinbart.

GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**
 Preis (21.04.10): **€ 52,16**
 Marktkapitalisierung **€ 87 Mio.**
 Streubesitz **34,82 %**

Finanzkalender

27.04.2010 Geschäftsbericht
 26.05.2010 Q1 Bericht
 17.06.2010 Hauptversammlung
 26.08.2010 Halbjahresbericht

Aktionärsstruktur

GK Software Holding **59,76%**
 R. Gläß **3,17%**
 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

■ Kennzahlen (*Umsatz und EBIT wurden bereits gemeldet)

	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*	23,3	4,6	2,74	19,03	3,3	13,2	25,2	33,6
2010e	25,3	3,6	2,19	23,86	3,1	15,7	19,5	21,2
2011e	29,1	4,2	2,52	20,68	2,7	13,7	19,5	19,9

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**GK/Retail-Pilot kommt
gut an bei Hornbach**

Mit dem erfolgreichen Abschluss des Pilotprojektes bei Hornbach im ersten Quartal 2010 erschließt sich GK Software den Markt der Bau- und Gartenmärkte. Zu der Beauftragung des Piloten zählte auch die tiefe Integration in das SAP-System, sowie die Abbildung aller baumarktspezifischen Besonderheiten. Die Lösung soll in allen 131 Hornbach Baumärkten in neun europäischen Staaten umgesetzt werden. Die Weiterentwicklung der Funktionalitäten der Standardlösung ermöglicht eine schnellere Projektumsetzung bei anderen Baumarktketten. Die Baumarktbranche in Deutschland gilt als sehr wettbewerbsintensiv, über 20 Ketten kämpfen hier um Marktanteile. Die Beauftragung der GK durch ein marktführendes Unternehmen dürfte in der Branche erhebliche Signalwirkung haben.

**Ludwig Beck Auftrag
ermöglicht Erweiterung
der Fashion-
Funktionalitäten**

Ludwig Beck mit seinem alteingesessenen (Mode-)Kaufhaus am Münchner Marienplatz hat GK Anfang März beauftragt alle Filialen mit der GK/Retail-Lösung auszustatten. Auch wenn dieser Auftrag nicht der erste aus dem Bereich Fashion ist, hat GK die Fashion-Funktionalitäten erweitern können. Die Ludwig Beck AG hat nach eigener Aussage einen langfristig verlässlichen Partner gesucht, der Themen wie Digital Signature oder neue Promotionsformen abbilden kann, und diesen Partner in der GK Software gefunden.

Streubesitz gestiegen

Der Verkauf eines 10,81%igen Paketes aus dem Besitz der Altaktionäre und Gründer, unter Gewährung eines üblichen Paketabschlages, Mitte März 2010 hat in unseren Augen eine Überhitzung des Kurses im Zuge von Übernahmegerüchten verhindert. Die Erhöhung des Streubesitzes von 24,01% auf 34,82% erhöht darüber hinaus die Handelbarkeit der Aktie. Die beiden Gründer verfügen weiterhin, mittels direkt und indirekt gehaltene Anteile, über eine absolute Mehrheit der Stimmrechte.

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009*e	2010e	2011e
Umsatzerlöse	7,079	10,745	15,029	23,313	25,349	29,137
Bestandsveränderungen	0,976	-0,002	-1,260	-0,422	-0,459	-0,527
Aktivierete Eigenleistungen	0,318	0,558	0,815	1,144	1,244	1,430
Sonstige betriebliche Erträge	0,205	0,379	0,424	0,677	0,736	0,846
Gesamtleistung	8,578	11,680	15,008	24,712	26,870	30,886
Materialaufwand	-0,227	-0,486	-0,514	-0,881	-3,010	-4,099
Rohergebnis	8,351	11,194	14,494	23,832	23,860	26,786
Personalaufwand	-4,900	-6,152	-8,047	-12,686	-12,249	-13,605
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwand	-1,509	-2,183	-2,954	-5,150	-5,524	-6,275
EBITDA	1,942	2,859	3,493	5,996	6,087	6,907
Abschreibungen/Amortisation	-0,342	-0,527	-0,719	-1,100	-1,144	-1,225
EBIT	1,600	2,332	2,775	4,896	4,943	5,682
Finanzergebnis	0,020	-0,115	0,090	0,147	0,183	0,234
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	5,043	5,126	5,915
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,693	-0,656	-0,830	-1,462	-1,486	-1,715
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	0,927	1,561	2,034	3,581	3,640	4,200
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,984	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,927	1,561	2,034	4,565	3,640	4,200
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,25	1,67	1,67	1,67	1,67
EPS	0,74	1,25	1,22	2,15	2,19	2,52
EPS bereinigt	0,74	1,25	1,22	2,74	2,19	2,52
DPS	0,00	0,64	0,00	0,00	0,00	0,00

*Umsatz und EBIT wurden bereits vorläufig gemeldet

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Anlagevermögen	1,025	3,748	4,226	5,171	5,350	5,645
Imm. Vermögensgegenstände	0,719	1,128	1,633	2,583	2,983	3,483
Sachanlagen	0,306	2,620	2,593	2,587	2,366	2,162
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	6,711	8,064	15,382	20,527	24,606	29,660
Vorräte	2,001	1,999	0,738	1,145	1,245	1,431
Forderungen aus LuL	0,816	2,263	3,023	4,690	5,099	5,861
Sonstige Forderungen	1,437	0,898	2,765	4,290	4,665	5,362
Kasse und Wertpapiere	2,457	2,904	8,855	10,402	13,598	17,006
Sonstiges Aktiva	0,006	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018
Summe Aktiva	7,742	11,830	19,626	25,716	29,974	35,323
Eigenkapital	1,440	2,081	11,782	15,363	19,003	23,203
Rücklagen	1,440	2,081	11,782	15,363	19,003	23,203
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	8,310	8,926	10,072
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,002	1,376	1,256	1,256	1,256	1,256
Verbindlichkeiten aus LuL	0,450	0,471	0,526	0,816	0,887	1,020
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	4,926	6,541	4,021	6,238	6,782	7,796
Sonstige Passiva	0,217	0,784	1,193	1,193	1,193	1,193
Summe Passiva	7,742	11,830	19,626	25,716	29,974	35,323

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	3,592	4,518	4,929
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,653	-2,046	-2,579	-2,044	-1,323	-1,520
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	1,547	3,195	3,408
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,457	2,904	8,855	10,402	13,598	17,006

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen*

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	27,4%	26,6%	23,2%	29,9%	24,0%	23,7%
EBIT-Marge	22,6%	21,7%	18,5%	25,2%	19,5%	19,5%
Vorsteuer marge	22,9%	20,6%	19,1%	25,9%	20,2%	20,3%
Nettomarge	13,1%	14,5%	13,5%	19,6%	14,4%	14,4%
Free-Cash-Flow-Marge	8,7%	n.m.	12,0%	17,8%	16,0%	15,8%
ROE	94,9%	88,7%	29,3%	33,6%	21,2%	19,9%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	85,3	76,8	74,9	80,1	75,3	80,0
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,2	11,2	10,1	15,7	10,8	11,5
Anzahl Mitarbeiter (Durchschnitt)	83	140	201	291	336	364
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	18,6%	17,6%	60,0%	59,7%	63,4%	65,7%
Gearing	-166,0%	-70,9%	-64,1%	-59,2%	-64,7%	-67,6%
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	2,81	2,87	3,26
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,49	-0,52	1,09	2,49	2,44	2,77
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,8%	4,9%	4,8%	4,7%	4,5%	4,2%
Capex/Umsatz	9,2%	24,3%	8,1%	8,8%	5,2%	5,2%
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	3,33	3,07	2,67
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	8,10	11,13	12,77	11,25
EV/EBIT	n.m.	n.m.	10,20	13,21	15,72	13,68
P/E berichtet	n.m.	n.m.	13,92	24,25	23,86	20,68
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	13,92	19,03	23,86	20,68
PCPS	n.m.	n.m.	9,36	18,54	18,15	16,00

*Basierend auf bereinigten Zahlen

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
GK SOFTWARE AG	14.09.2009	Kaufen	€ 23,00
GK SOFTWARE AG	29.10.2009	Kaufen	€ 37,75
GK SOFTWARE AG	14.12.2009	Halten	€ 38,60
GK SOFTWARE AG	02.02.2009	Halten	€ 40,10

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:

(22.04.2010)

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

(Schlusskurse vom 21.04.2010)

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.
- 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.