

**Kaufen** (alt: Halten)

**Kursziel EUR 53,00** (alt: 53,00)

**Kurs** EUR 37,00  
**Bloomberg** GKS GR  
**Reuters** GKSG  
**Branche** Software/IT

Die GK Software ist ein Softwareproduktunternehmen mit den typischen Umsätzen aus Services, Lizenzen und Wartung. Das Unternehmen bietet führende Lösungen für den Einzelhandel.



Aktien Daten: 29.08.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 61,6 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 52,4 Mio.  
**Buchwert:** EUR 17,8 Mio.  
**Aktienanzahl:** 1,7 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 107 Tsd.

**Aktionäre:**  
 GK Software Holding 59,8 %  
 Free Float 34,8 %  
 Rainer Gläß 3,2 %  
 Stephan Kronmüller 2,3 %

**Termine:**  
 Zahlen Q3 24.11.11

Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	27,7	0	32,0	0	36,8	0
<b>EBIT</b>	5,6	0	6,3	0	7,2	0
<b>EPS</b>	2,50	0	2,80	0	3,20	0

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 30.08.2011  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

## Q2 in Line - Heraufstufung

Am 30.08.11. legte die GK Software AG die Geschäftszahlen für das erste Halbjahr respektive das zweite Quartal 2011 vor. **Diese lagen im Rahmen der Erwartung** und unterlegen erneut die solide und stetige Entwicklung des Unternehmens. Der Vergleich zum Vorjahr ist aufgrund von Besonderheiten der Revenue-Recognition im Vorjahr nicht aussagekräftig:

GK Software - Q2 2011									
Angaben in Mio. EUR									
	Q2/11	Q2/11e	Q2/10	yoy	6M/11	6M/11e	6M/10	yoy	
<b>Umsatz</b>	7,7	8,0	6,7	15,0%	14,4	14,7	12,5	15,8%	
<b>EBITDA</b>	1,8	2,0	1,8	1,5%	3,4	3,6	3,2	4,4%	
<i>Marge</i>	23,3%	25,0%	26,4%		23,2%	24,2%	25,8%		
<b>EBIT</b>	1,3	1,5	1,4	-7,1%	2,5	2,7	2,5	0,3%	
<i>Marge</i>	17,0%	18,8%	21,0%		17,2%	18,1%	19,8%		
<b>Jahresüberschuss</b>	0,9	1,0	0,9	-1,5%	1,5	1,6	1,6	-6,9%	
<i>Marge</i>	11,5%	12,5%	13,4%		10,5%	11,1%	13,1%		
<b>EPS in EUR</b>	0,53	0,60	0,54	-1,9%	0,91	0,98	0,98	-7,1%	

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Vor dem Hintergrund der vorgelegten Zahlen sind keine Anpassungen der Prognosen notwendig. Es gelingt dem Unternehmen weiter **mit hoher Schlagzahl und Stetigkeit Projekte bei führenden internationalen Einzelhändlern zu gewinnen, durchzuführen und erfolgreich abzuschließen**. Bereits im Q1 gelang es beispielsweise einen großen Sportartikelhersteller aus Herzogenaurach zu gewinnen. Gegen Ende des Q2 wurde mit „Fressnapf“ Europas führender Einzelhändler für Heimtierbedarf gewonnen. Der Gewinn dieses Kunden war der erste Erfolg nach dem offiziellen Vertriebsstart von drei Lösungen der GK Software durch SAP.

Besonders beeindruckend erscheint nicht nur die vertriebliche Leistung der GK, sondern auch die Fähigkeit des Unternehmens, auch **sehr ambitionierte Projekte durchzuführen**. Der Go-Live des mit SAP zusammen durchgeführten EDEKA-Großprojektes, welches in der Branche als extrem anspruchsvoll gilt, verlief sehr erfolgreich. Für das Projekt wurde GK mit dem Retail Technology Award (EHI, „Best Enterprise Solution“) ausgezeichnet. Auch die weiteren Projekte entwickelten sich planmäßig. So gelang es im ersten Halbjahr die Grenze von 100.000 produktiven Systemen deutlich zu überschreiten.

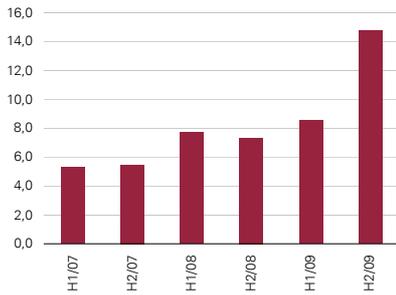
**Insgesamt befindet sich GK weiter auf dem eingeschlagenen Wachstumspfad** und es gibt derzeit keine Anzeichen für eine Eintrübung der Aussichten. Vor dem Hintergrund der sehr hohen Auslastung würde sich auch eine konjunkturbedingte leichte Reduktion der Vertriebsfolge nicht merklich in den Geschäftszahlen der GK niederschlagen.

In Anbetracht der deutlichen Kurskorrekturen im Rahmen der jüngsten Marktentwicklung bietet sich bei der GK nun wieder eine gute Einstiegsgeschichte. **Die Aktie wird von „Halten“ auf „Kaufen“ hochgestuft. Das Kursziel liegt unverändert bei EUR 53.**

Geschäftsjahresende:								
31.12.	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	
in EUR Mio								
<b>Umsatz</b>	7,1	10,7	15,0	23,3	27,7	32,0	36,8	
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	69,7 %	51,8 %	39,9 %	54,9 %	19,0 %	15,5 %	15,0 %	
<b>Rohertrag</b>	8,1	10,8	14,1	22,9	27,1	31,4	36,1	
<i>Rohertragsmarge</i>	115,1 %	100,7 %	93,6 %	98,4 %	98,0 %	98,0 %	98,0 %	
<b>EBITDA</b>	0,3	2,9	2,9	6,2	7,4	8,3	9,6	
<i>EBITDA-Marge</i>	27,4 %	26,6 %	19,4 %	26,5 %	26,5 %	26,0 %	26,0 %	
<b>EBIT</b>	0,0	2,3	2,2	4,9	5,6	6,3	7,2	
<i>EBIT-Marge</i>	22,6 %	21,7 %	14,6 %	21,0 %	20,0 %	19,5 %	19,5 %	
<b>Jahresüberschuss</b>	-0,7	1,6	1,6	3,5	4,2	4,7	5,3	
<b>EPS</b>	6,18	312,26	1,10	2,11	2,50	2,80	3,20	
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	0,73	-138,62	-0,01	1,96	1,64	2,54	3,67	
<b>Dividende</b>	5,33	36,86	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00	
<i>Dividendenrendite</i>	14,4 %	99,6 %	n.a.	2,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	
<b>EV/Umsatz</b>	8,2	5,4	3,8	2,5	2,0	1,6	1,3	
<b>EV/EBITDA</b>	168,8	20,2	19,8	9,4	7,7	6,3	4,8	
<b>EV/EBIT</b>	n.a.	24,8	26,3	11,8	10,2	8,4	6,4	
<b>KGv</b>	6,0	0,1	33,6	17,5	14,8	13,2	11,6	
<b>ROCE</b>	151,2 %	93,7 %	26,5 %	27,8 %	23,8 %	23,3 %	22,6 %	
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	3,4 %	5,0 %	5,1 %	10,7 %	13,0 %	15,9 %	20,7 %	

**Entwicklung Umsatz**

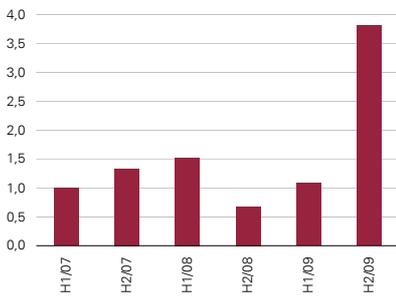
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Entwicklung EBIT**

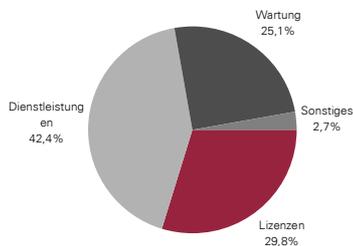
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Umsatz nach Arten**

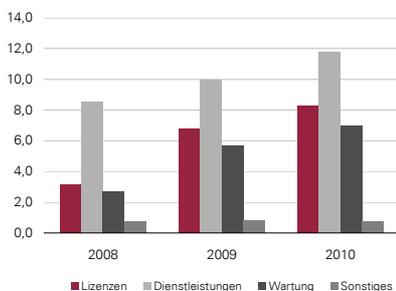
2010



Quelle: GK Software

**Umsaufteilung nach Arten**

in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Unternehmenshintergrund**

Die GK Software ist führender Softwareanbieter für den Einzelhandel. Die Zahl der Installationen der GK Software beträgt über 55.000 in 22 Ländern. Die Lösungen der GK Software ermöglichen es neben den Standardprozessen des Einzelhandels auch spezielle Anforderungen wie Bonusprogramme, Fiskalspeicherung und die nahtlose Integration in Backend-Lösungen zu gewährleisten.

Die Geschäftstätigkeit der GK Software AG gliedert sich in zwei Bereiche. Zum einen der Verkauf der Produktlizenzen und zum anderen die damit verbundenen Dienstleistungen.

**Wettbewerbsqualität**

Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:

- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden. Gleichzeitig ist sie hochgradig integrationsfähig. Das führt zu geringen Implementationskosten.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern der GK in Ausschreibungen niedrig kalkuliert und können in der Folge durch den Anbieter nicht in Time und Budget durchgeführt werden. Die hervorragenden Referenzen der GK Software (Hornbach, Kaufhof, Douglas, Netto, Tchibo, T-Punkt, Thalia, JYSK Nordic...) sprechen eine andere Sprache: Dank hohem Standardisierungsgrad und starker Fokussierung werden die Lösungen innerhalb von vergleichsweise schnellen 12-15 Monaten implementiert.
- Gleichzeitig liegen die Personalkosten bei GK Software rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmannschaft eines großen Systemintegrators. Die geografisch günstige Lage und hochqualifizierte Mitarbeiter aus Osteuropa ermöglichen insgesamt systematisch niedrige Kosten, die an den preissensiblen Einzelhandelskunden weitergeleitet werden können.

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>7,1</b>	<b>10,7</b>	<b>15,0</b>	<b>23,3</b>	<b>27,7</b>	<b>32,0</b>	<b>36,8</b>
Bestandsveränderungen	1,0	0,0	-1,3	-0,9	-0,6	-0,6	-0,7
Aktivierete Eigenleistungen	0,3	0,6	0,8	1,1	1,4	1,6	1,8
<b>Gesamtleistung</b>	<b>8,4</b>	<b>11,3</b>	<b>14,6</b>	<b>23,5</b>	<b>28,5</b>	<b>33,0</b>	<b>37,9</b>
Materialaufwand	0,2	0,5	0,5	0,6	1,4	1,6	1,8
<b>Rohertrag</b>	<b>8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>14,1</b>	<b>22,9</b>	<b>27,1</b>	<b>31,4</b>	<b>36,1</b>
Personalaufwendungen	4,9	6,2	8,0	12,1	16,3	19,0	21,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,4	0,4	0,8	1,0	1,1	1,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	2,2	3,5	5,4	4,4	5,1	5,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>0,3</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4</b>	<b>8,3</b>	<b>9,6</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,7	0,8	0,9
<b>EBITA</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>	<b>8,7</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,2	0,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,2</b>
Zinserträge	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,9</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>
Steuern gesamt	0,7	0,7	0,7	1,5	1,7	1,9	2,2
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0 %</b>						
Bestandsveränderungen	13,8 %	0,0 %	-8,4 %	-3,8 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	4,5 %	5,2 %	5,4 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>118,3 %</b>	<b>105,2 %</b>	<b>97,0 %</b>	<b>100,8 %</b>	<b>103,0 %</b>	<b>103,0 %</b>	<b>103,0 %</b>
Materialaufwand	3,2 %	4,5 %	3,4 %	2,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>115,1 %</b>	<b>100,7 %</b>	<b>93,6 %</b>	<b>98,4 %</b>	<b>98,0 %</b>	<b>98,0 %</b>	<b>98,0 %</b>
Personalaufwendungen	69,2 %	57,3 %	53,5 %	52,1 %	59,0 %	59,5 %	59,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,9 %	3,5 %	2,8 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21,3 %	20,3 %	23,5 %	23,4 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>						
<b>EBITDA</b>	<b>4,8 %</b>	<b>26,6 %</b>	<b>19,4 %</b>	<b>26,5 %</b>	<b>26,6 %</b>	<b>26,1 %</b>	<b>26,1 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,1 %	3,1 %	2,1 %	1,7 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
<b>EBITA</b>	<b>1,7 %</b>	<b>23,5 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>24,9 %</b>	<b>24,1 %</b>	<b>23,6 %</b>	<b>23,6 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,7 %	1,8 %	2,7 %	3,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>0,0 %</b>	<b>21,7 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>20,1 %</b>	<b>19,6 %</b>	<b>19,6 %</b>
Zinserträge	1,5 %	0,4 %	1,5 %	1,1 %	1,1 %	0,9 %	0,8 %
Zinsaufwendungen	1,2 %	1,5 %	0,9 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	0,3 %	-1,1 %	0,6 %	0,6 %	1,1 %	0,9 %	0,8 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,3 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>15,2 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>21,1 %</b>	<b>20,5 %</b>	<b>20,4 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>0,3 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>15,2 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>21,1 %</b>	<b>20,5 %</b>	<b>20,4 %</b>
Steuern gesamt	9,8 %	6,1 %	4,4 %	6,5 %	6,1 %	5,9 %	5,9 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-9,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>14,5 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>-9,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>14,5 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-9,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>15,0 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>14,5 %</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Bilanz GK Software**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	1,1	1,6	9,3	8,3	7,4	6,0
davon übrige imm. VG	0,7	1,1	1,6	2,9	1,9	1,0	-0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	6,4	6,4	6,4	6,4
Sachanlagen	0,3	2,6	2,6	3,4	2,9	3,0	2,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>1,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>12,7</b>	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>	<b>8,2</b>
Vorräte	2,0	2,0	0,7	0,0	3,1	3,6	4,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,8	2,3	3,0	5,8	5,8	6,8	7,8
Sonstige Vermögensgegenstände	1,4	0,9	2,8	3,1	3,1	3,1	3,1
Liquide Mittel	2,5	2,9	8,9	10,6	11,7	15,9	22,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>15,4</b>	<b>19,6</b>	<b>23,7</b>	<b>29,5</b>	<b>37,1</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>19,6</b>	<b>32,4</b>	<b>35,0</b>	<b>39,8</b>	<b>45,3</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,2	0,2	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Kapitalrücklage	0,0	0,0	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Gewinnrücklagen	0,2	0,2	0,0	0,0	2,5	7,2	12,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,1	1,7	2,2	5,8	5,8	5,8	5,8
Buchwert	1,4	2,0	11,8	15,3	17,8	22,4	27,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>11,8</b>	<b>15,3</b>	<b>17,8</b>	<b>22,4</b>	<b>27,8</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	1,3	1,8	1,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	1,4	1,3	6,7	6,7	6,7	6,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,2	0,5	0,8	0,9	1,1	1,2
Sonstige Verbindlichkeiten	4,8	6,4	5,0	7,5	7,5	7,5	7,5
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>6,3</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8</b>	<b>17,1</b>	<b>17,2</b>	<b>17,4</b>	<b>17,5</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>19,6</b>	<b>32,4</b>	<b>35,0</b>	<b>39,8</b>	<b>45,3</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Bilanz GK Software**

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,3 %	9,6 %	8,3 %	28,8 %	23,8 %	18,6 %	13,2 %
davon übrige imm. VG	9,3 %	9,6 %	8,3 %	9,0 %	5,5 %	2,5 %	-0,9 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,8 %	18,3 %	16,1 %	14,1 %
Sachanlagen	4,0 %	22,2 %	13,2 %	10,5 %	8,4 %	7,5 %	4,9 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>13,3 %</b>	<b>31,8 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>39,3 %</b>	<b>32,1 %</b>	<b>26,1 %</b>	<b>18,1 %</b>
Vorräte	26,0 %	16,9 %	3,8 %	0,0 %	8,9 %	9,1 %	9,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,6 %	19,2 %	15,4 %	18,0 %	16,6 %	17,1 %	17,2 %
Sonstige Vermögensgegenstände	18,7 %	7,6 %	14,2 %	9,7 %	9,0 %	7,9 %	7,0 %
Liquide Mittel	31,9 %	24,6 %	45,2 %	32,8 %	33,4 %	40,0 %	48,6 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>87,2 %</b>	<b>68,3 %</b>	<b>78,6 %</b>	<b>60,6 %</b>	<b>67,9 %</b>	<b>74,1 %</b>	<b>81,8 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>						
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	2,0 %	1,3 %	8,5 %	5,1 %	4,8 %	4,2 %	3,7 %
Kapitalrücklage	0,0 %	0,0 %	40,0 %	24,2 %	22,4 %	19,7 %	17,3 %
Gewinnrücklagen	2,7 %	1,4 %	0,2 %	0,1 %	7,2 %	18,0 %	27,6 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,1 %	14,6 %	11,4 %	17,8 %	16,5 %	14,5 %	12,7 %
Buchwert	18,7 %	17,3 %	60,1 %	47,2 %	50,8 %	56,4 %	61,3 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>18,7 %</b>	<b>17,3 %</b>	<b>60,1 %</b>	<b>47,2 %</b>	<b>50,8 %</b>	<b>56,4 %</b>	<b>61,3 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,8 %	0,5 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Rückstellungen gesamt	17,4 %	15,3 %	5,4 %	6,5 %	6,1 %	5,3 %	4,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	11,7 %	6,4 %	20,8 %	19,2 %	16,9 %	14,8 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,6 %	1,7 %	2,7 %	2,4 %	2,6 %	2,8 %	2,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	61,9 %	54,0 %	25,5 %	23,0 %	21,3 %	18,7 %	16,5 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>81,8 %</b>	<b>82,6 %</b>	<b>40,0 %</b>	<b>52,7 %</b>	<b>49,2 %</b>	<b>43,7 %</b>	<b>38,6 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>						

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung GK Software**

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,9	1,6	1,6	3,5	4,2	4,7	5,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,7	0,8	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,5	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,6	0,2	-0,4	1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,7</b>
Veränderung Vorräte	-1,0	0,0	1,3	0,7	-3,1	-0,5	-0,5
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,8	-1,6	-1,2	-2,8	0,0	-1,0	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	1,3	-1,1	1,9	0,1	0,2	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,5	-0,2	-1,0	-0,2	-2,9	-1,3	-1,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>5,7</b>	<b>3,0</b>	<b>5,4</b>	<b>6,3</b>
CAPEX	-0,7	-2,6	-1,2	-2,4	-0,3	-1,2	-0,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-6,4	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-1,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-9,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,2</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	1,4	-0,1	5,5	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-0,8	-0,2	0,0	-1,7	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>7,3</b>	<b>5,5</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	0,1	0,4	5,9	1,8	1,1	4,2	6,1
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>						
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>8,9</b>	<b>10,6</b>	<b>11,7</b>	<b>15,9</b>	<b>22,0</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

## Kennzahlen GK Software

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	90,8 %	78,6 %	77,6 %	74,3 %	76,5 %	77,0 %	77,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	58.025	66.326	81.238	86.211	97.707	110.662	124.766
EBITDA je Mitarbeiter	15.918	17.648	15.762	22.856	25.940	28.826	32.500
EBIT-Marge	22,6 %	21,7 %	14,6 %	21,0 %	20,0 %	19,5 %	19,5 %
EBITDA / Operating Assets	-290,3 %	89,7 %	82,0 %	98,8 %	84,6 %	83,0 %	89,9 %
ROA	90,4 %	41,7 %	38,5 %	27,6 %	37,0 %	44,9 %	64,9 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	23,1	4,1	5,8	6,8	9,5	10,8	16,7
Operating Assets Turnover	-10,6	3,4	4,2	3,7	3,2	3,2	3,5
Capital Employed Turnover	4,7	3,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	151,2 %	93,7 %	26,5 %	27,8 %	23,8 %	23,3 %	22,6 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	183,5 %	114,9 %	35,2 %	35,1 %	31,5 %	31,0 %	30,1 %
ROE	64,4 %	76,5 %	13,8 %	23,0 %	23,4 %	20,7 %	19,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	93,0 %	89,7 %	23,5 %	26,0 %	25,1 %	23,1 %	21,2 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	93,0 %	89,7 %	23,5 %	26,0 %	25,1 %	23,1 %	21,2 %
ROIC	31,4 %	28,2 %	11,2 %	14,2 %	15,3 %	14,6 %	14,3 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-2,5	-1,5	-7,6	-3,9	-5,0	-9,2	-15,3
Net Gearing	-170,5 %	-74,9 %	-64,5 %	-25,6 %	-28,0 %	-41,0 %	-55,1 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	72000,0 %	148,3 %	938,1 %	227,5 %	264,6 %	333,8 %	412,9 %
Current ratio	1,4	1,2	2,7	2,2	2,6	3,2	3,9
Acid Test Ratio	0,7	0,7	2,2	1,8	1,8	2,3	2,9
EBITDA / Zinsaufwand	23,4	17,9	20,7	53,2	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	20,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	0,1	-0,7	0,0	3,3	2,7	4,2	6,1
Free Cash Flow / Umsatz	1,6 %	-6,5 %	-0,1 %	14,0 %	9,9 %	13,2 %	16,6 %
Adj. Free Cash Flow	1,9	2,9	2,9	6,2	7,4	8,3	9,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	14,3 %	16,7 %	14,1 %	16,8 %	17,9 %	17,6 %	17,6 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	11,9 %	-44,4 %	-0,7 %	92,7 %	65,7 %	90,7 %	114,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,3 %	1,7 %	3,9 %	2,7 %	2,7 %	2,2 %	1,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4150,0 %	23,2 %	10,7 %	2,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	86,2 %	11,8 %	0,0 %	47,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	9,2 %	24,3 %	17,2 %	12,8 %	1,1 %	3,8 %	0,6 %
Maint. Capex / Umsatz	3,1 %	3,1 %	2,0 %	1,7 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	190,9 %	496,2 %	359,9 %	231,9 %	16,7 %	58,3 %	8,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-7,7 %	5,7 %	7,6 %	9,2 %	15,9 %	20,4 %	21,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	412,1 %	1142,9 %	574,7 %	755,3 %	644,4 %	618,2 %	650,0 %
Inventory processing period (Tage)	103	67,9	17,9	n.a.	40,6	40,6	40,6
Receivables collection period (Tage)	42,1	76,9	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0
Payables payment period (Tage)	10,2	6,7	12,8	12,1	12,1	12,1	12,1
Cash conversion cycle (Tage)	-50,3	19,2	27,0	n.a.	75,9	79,9	83,2
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	14,4 %	99,6 %	n.a.	2,7 %	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	42,8	30,2	5,2	4,0	3,5	2,7	2,2
EV/sales	8,2	5,4	3,8	2,5	2,0	1,6	1,3
EV/EBITDA	168,8	20,2	19,8	9,4	7,7	6,3	4,8
EV/EBIT	n.a.	24,8	26,3	11,8	10,2	8,4	6,4
EV/FCF	524,8	n.m.	n.m.	17,7	20,8	12,4	7,6
P/E	6,0	0,1	33,6	17,5	14,8	13,2	11,6
P/CF	26,9	29,0	27,5	10,6	10,3	9,1	8,0
Adj. Free Cash Flow Yield	4,0 %	3,7 %	3,9 %	10,1 %	10,5 %	12,8 %	16,6 %

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Free Cash Flow Yield - GK Software**

Angaben in Mio. EUR	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	1,6	3,5	4,5	4,8	5,5	6,3	
+ Abschreibung + Amortisation	0,7	1,3	1,5	2,1	2,4	2,8	
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,3	0,3	
+ Steuern	0,7	1,5	1,8	2,0	2,3	2,6	
- Erhaltungsinvestitionen	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	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>9,9</b>	<b>11,4</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	5,4%	11,3%	14,7%	18,5%	24,0%	32,9%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>54,5</b>	<b>54,5</b>	<b>54,5</b>	<b>46,6</b>	<b>41,2</b>	<b>34,6</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>29,2</b>	<b>61,7</b>	<b>79,8</b>	<b>86,0</b>	<b>98,9</b>	<b>113,8</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,5	-7,5	-7,5	-15,3	-20,7	-27,3	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>36,3</b>	<b>68,8</b>	<b>86,9</b>	<b>101,0</b>	<b>119,3</b>	<b>140,7</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>21,79</b>	<b>41,34</b>	<b>52,22</b>	<b>60,67</b>	<b>71,63</b>	<b>84,53</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-41,1%	11,7%	41,1%	64,0%	93,6%	128,5%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>							
	13,0%	17,75	32,79	41,16	48,75	57,92	68,76
	12,0%	18,87	35,16	44,23	52,06	61,73	73,14
Fairer	11,0%	20,20	37,97	47,86	55,97	66,23	78,32
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>21,79</b>	<b>41,34</b>	<b>52,22</b>	<b>60,67</b>	<b>71,63</b>	<b>84,53</b>
Yield	9,0%	23,74	45,46	57,54	66,41	78,23	92,12
	8,0%	26,17	50,61	64,20	73,58	86,48	101,61
	7,0%	29,30	57,23	72,76	82,81	97,09	113,81

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

## DCF Modell - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	32,0	36,8	42,3	45,7	49,4	53,3	54,9	56,6	58,3	60,0	61,8	63,7	65,6	67,2
Veränderung	15,6%	15,0%	15,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%
EBIT	6,5	7,5	8,6	9,1	9,9	10,7	11,0	11,3	11,7	12,0	12,4	12,7	13,1	13,4
EBIT-Marge	20,4%	20,4%	20,4%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Steuerquote	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
NOPAT	4,6	5,3	6,1	6,5	7,0	7,6	7,8	8,0	8,3	8,5	8,8	9,0	9,3	9,5
Abschreibungen	2,1	2,4	2,8	2,7	3,0	2,7	2,2	1,7	1,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
in % vom Umsatz	6,5%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3,8	-1,5	-1,6	-2,7	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
- Investitionen	-1,2	-1,1	-0,8	-1,4	-3,0	-2,7	-2,2	-1,7	-1,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Investitionsquote	3,8%	2,9%	2,0%	3,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	9,3	5,1	6,4	4,9	6,3	6,8	7,5	7,7	8,5	8,2	8,4	8,7	8,9	9,2

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,66%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	52,0		
Terminal Value	27,6		
Verbindlichkeiten	-6,3		
Liquide Mittel	15,3	Aktienzahl (Mio.)	1,67
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>88,6</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>53,24</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

## Ewiges Wachstum

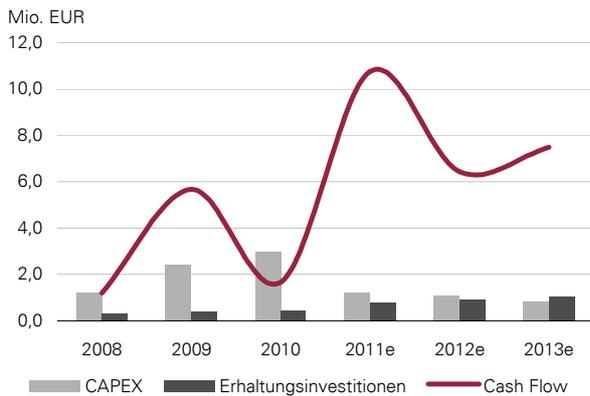
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,00%	3,25%
11,66%	47,04	47,36	47,68	48,03	48,39	48,78	49,19
11,16%	49,32	49,68	50,07	50,48	50,92	51,38	51,87
10,91%	50,55	50,95	51,37	51,82	52,30	52,80	53,35
<b>10,66%</b>	51,85	52,28	52,75	<b>53,24</b>	53,76	54,32	54,92
10,41%	53,22	53,70	54,21	54,75	55,33	55,94	56,60
10,16%	54,68	55,21	55,77	56,36	56,99	57,67	58,40
9,66%	57,89	58,52	59,20	59,92	60,69	61,53	62,42

## Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	44,89	45,94	46,98	48,03	49,07	50,12	51,17
11,16%	47,16	48,26	49,37	50,48	51,59	52,70	53,81
10,91%	48,39	49,53	50,68	51,82	52,96	54,11	55,25
<b>10,66%</b>	49,70	50,88	52,06	<b>53,24</b>	54,42	55,60	56,78
10,41%	51,09	52,31	53,53	54,75	55,97	57,19	58,41
10,16%	52,58	53,84	55,10	56,36	57,62	58,88	60,14
9,66%	55,86	57,21	58,56	59,92	61,27	62,63	63,98

Quelle: Warburg Research

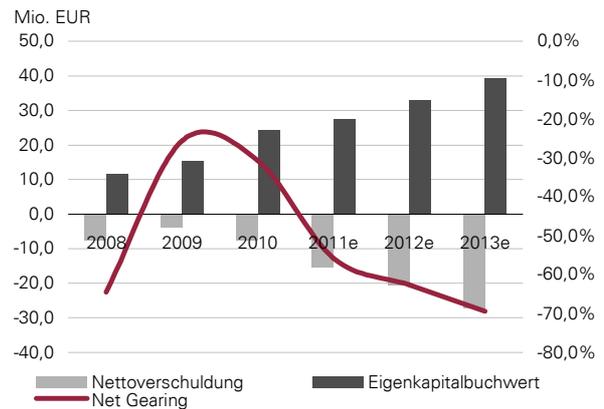
**Investitionen und Cash Flow - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- CAPEX entwickeln sich unterproportional
- Die Erhaltungsinvestitionen steigen nur moderat an
- Insgesamt ist mit einem steigenden Cash-Bestand zu rechnen

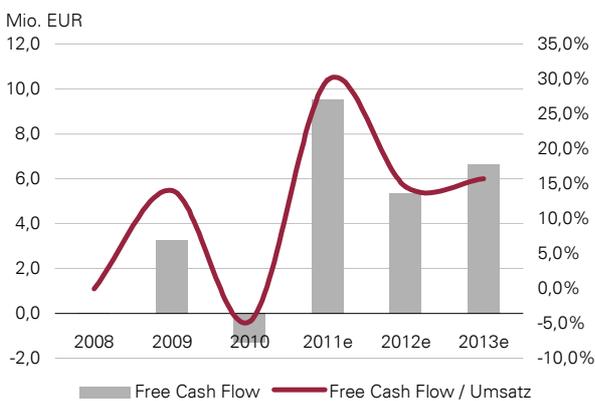
**Bilanzqualität - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Durch den Börsengang hat sich die Bilanz der GK erheblich verlängert
- Es wurden erhebliche liquide Mittel zugeführt
- Die Nettoverschuldung ist somit negativ (= Nettoliquidität)

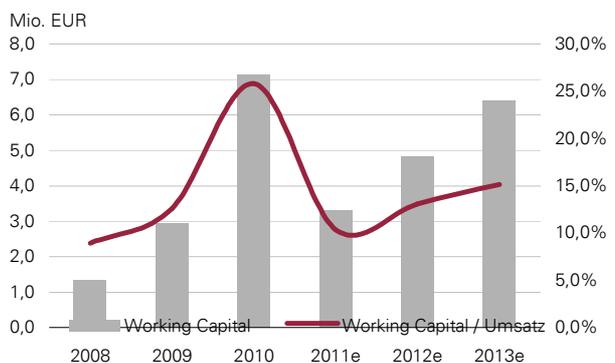
**Free Cash Flow Generation - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2007 und 2008 sind durch eine Zunahme des Working Capital geprägt
- Free Cash Flow steigt in den Folgejahren stark an
- Er erreicht in 2010 rund 10 % vom Umsatz

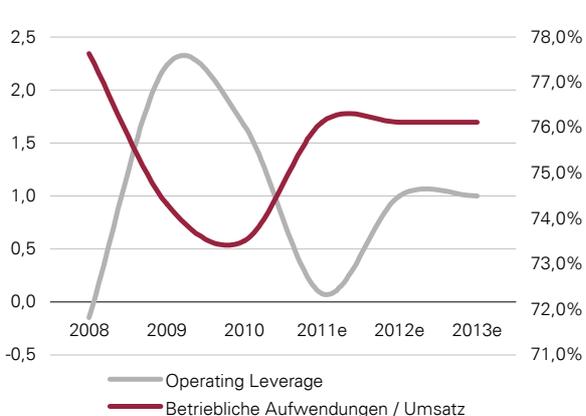
**Working Capital - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- GK hat die Geschäftsaktivitäten deutlich ausgeweitet
- Damit stieg auch das Working Capital an
- Dieser Anstieg sollte sich zukünftig jedoch abschwächen

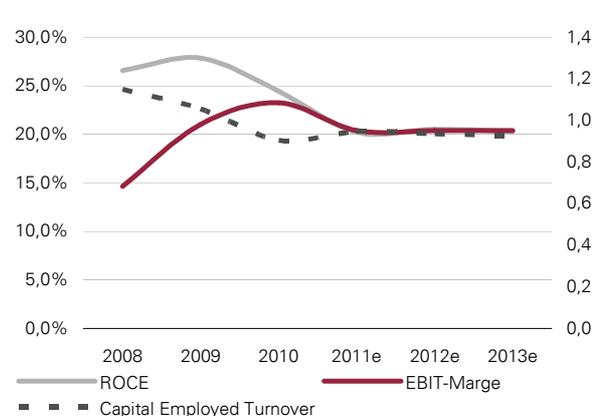
**Operating Leverage - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Der Operating Leverage hat in den letzten Jahren stark geschwankt
- In den kommenden Jahren wird er hoch bleiben
- Grund ist ein hoher Wartungsbestand und das etablierte Produkt

**ROCE Entwicklung - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Die EBIT-Marge bleibt auf hohem Niveau
- Die durch das IPO verlängerte Bilanz führt zu sinkendem ROCE
- Je nach Mittelverwendung kann sich dies zukünftig anders darstellen

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

**K Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

**H Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

**V Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

**“-“ Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

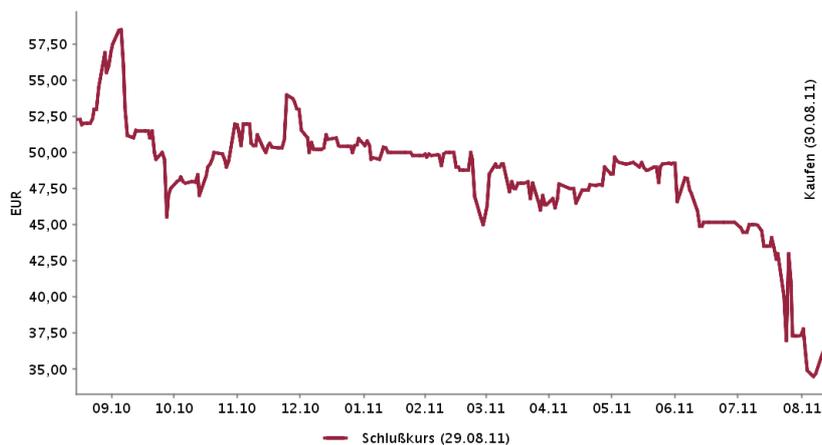
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	129	73%
Halten	44	25%
Verkaufen	4	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>177</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	75%
Halten	35	23%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	0	0%
<b>Gesamt</b>	<b>151</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
GK Software AG am 30.08.11**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | [www.warburg-research.com](http://www.warburg-research.com)

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 <a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>	<b>Henner Rüschemeyer</b> Head of Research	+49 40 309537-270 <a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>
<b>Christian Cohrs</b>	+49 40 309537-175 <a href="mailto:ccohrs@warburg-research.com">ccohrs@warburg-research.com</a>	<b>Jochen Reichert</b>	+49 40 309537-130 <a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>
<b>Felix Ellmann</b>	+49 40 309537-120 <a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>	<b>Christopher Rodler</b>	+49 40 309537-290 <a href="mailto:crodler@warburg-research.com">crodler@warburg-research.com</a>
<b>Jörg Philipp Frey</b>	+49 40 309537-258 <a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>	<b>Malte Schaumann</b>	+49 40 309537-170 <a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>
<b>Ulrich Huwald</b>	+49 40 309537-255 <a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>	<b>Susanne Schwartz</b>	+49 40 309537-155 <a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>
<b>Thilo Kleibauer</b>	+49 40 309537-257 <a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a>	<b>Oliver Schwarz</b>	+49 40 309537-250 <a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>
<b>Torsten Klingner</b>	+49 40 309537-260 <a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>	<b>Marc-René Tonn</b>	+49 40 309537-259 <a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>
<b>Eggert Kuls</b>	+49 40 309537-256 <a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>	<b>Björn Voss</b>	+49 40 309537-254 <a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>
<b>Frank Laser</b>	+49 40 309537-235 <a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>	<b>Andreas Wolf</b>	+49 40 309537-140 <a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>
<b>Andreas Pläsier</b>	+49 40 309537-246 <a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>	<b>Stephan Wulf</b>	+49 40 309537-150 <a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>
<b>Thomas Rau</b>	+49 40 309537-220 <a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>		
<b>Björn Blunck</b> Business Support	+49 40 309537-160 <a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>	<b>Markus Pähler</b> Business Support	+49 40 309537-221 <a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>
<b>Daniel Bonn</b> Business Support	+49 40 309537-205 <a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>	<b>Katrin Wauker</b> Business Support	+49 40 309537-200 <a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>
<b>Annika Boysen</b> Business Support	+49 40 309537-202 <a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>	<b>Claudia Vedder</b> Business Support	+49 40 309537-105 <a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 <a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>	<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 <a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 <a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2667 <a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 <a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>	<b>Cynthia Chavanon</b> Equity Sales	+49 40 3282-2630 <a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 <a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>	<b>Robert Conredel</b> Equity Sales	+49 40 3282-2633 <a href="mailto:rconredel@mmwarburg.com">rconredel@mmwarburg.com</a>
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 <a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>	<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 40 3282-2696 <a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3282-2658 <a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 40 3282-2695 <a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>
		<b>Marc Niemann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2660 <a href="mailto:mniemann@mmwarburg.com">mniemann@mmwarburg.com</a>
		<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 40 3282-2692 <a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a>
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 <a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>	<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 40 3282-2665 <a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>
<b>Kerstin Tscherner</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 <a href="mailto:ktscherner@mmwarburg.com">ktscherner@mmwarburg.com</a>	<b>Julian Straube</b> Equity Sales	+49 40 3282-2666 <a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 <a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>	<b>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 40 3282-2635 <a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a>