

Buy EUR 50,00 Kurs EUR 38,56 Upside 29,7 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 48,14 FCF-Value Potential: 28,18	Aktien Daten: Bloomberg: GKS GR Reuters: GKSG ISIN: DE0007571424	Beschreibung: Führendes Softwareunternehmen für den stationären Einzelhandel
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 73,3 Aktienanzahl (Mio.): 1,9 EV: 86,3 Freefloat MC: 28,9 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 8,70 Tsd.	Aktionäre: Freefloat: 39,5 % GK Software Holding: 49,6 % SAP: 5,3 % Rainer Gläß: 3,3 % Stephan Kronmüller: 2,3 %	Risikoprofil (WRe): 2014e Beta: 1,6 KBV: 2,2 x EK-Quote: 70 %

Kleine Akquisition, große Wirkung?

Am 19.03.15 gab die GK Software den Abschluss eines Asset-Deals („Geschäftsbereich Retail“) mit der Data Business Systems bekannt. Dieser Bereich besteht im Wesentlichen aus 21 Personen, welche für einen hochprofitablen Umsatz von USD 6 Mio. stehen. Diese verfügen über langjährige Erfahrungen im Umfeld von SAP-nahen Einzelhandelslösungen, vor allem im Umfeld von Triversity, einer Software der SAP, welche SAP nicht mehr aktiv vermarktet. SAP-nahe Einzelhandelslösungen oder Triversity-Installationen bergen ein erhebliches Potenzial für GK-Retail. Flankiert durch die SAP-Kooperation der GK ist der US-Markt damit nach wie vor von entscheidender Bedeutung. Die Umsetzungsfähigkeit von Projekten in den USA hat sich für die GK mit nun 29 (von zuvor 8) Personen in den USA, deutlich verbessert. Eine konkrete Abschätzung, wann nächste Großprojekte in Nordamerika folgen, bleibt jedoch schwer.

Der akquirierte Bereich war nach Angaben der GK hochprofitabel. Trotz des geringen Umsatzes dürfte der Ergebniseffekt deutlich positiv sein. Zudem gehören zu den strategisch wichtigen akquirierten Assets auch Softwaretechnologien, welche im Umfeld des Themas „Kasse“ die spezifischen Zahlungsgewohnheiten der US-Amerikaner (insbes. Kreditkarten) berücksichtigen. Es ist also davon auszugehen, dass GK insgesamt auch die strategischen Optionen hat bezahlen müssen. Über den Kaufpreis wurde Stillschweigen bewahrt, er dürfte in Folge der genannten Aspekte jedoch eher hoch gewesen sein. Die akquirierten Mitarbeiter zählen durchweg nicht zu den Eigentümern der DBS, welche die Zahlung des Kaufpreises erhalten. Dieser Sachverhalt erleichtert die Incentivierung der wichtigsten Leistungsträger, für die ein komplexes Vertragswerk mit dem Ziel einer erfolgsmaximalen Incentivierung erarbeitet wurde. Neben den Technologien bilden diese in der Branche vernetzten Leistungsträger nun die wichtigsten Multiplikatoren des Geschäftes der GK in den USA. Diese Mitarbeiter dürften ihrerseits deutlich davon profitieren, mit den Lösungen der GK im Hintergrund ein deutlich attraktiveres Produkt vermarkten zu können (vgl. Triversity). Für 2015 sollte es GK gelingen, auch auf Basis weiterer Großaufträge und der akquirierten Einheit wieder deutlich profitabel zu werden. Insgesamt ist die Visibilität von Großaufträgen jedoch nach wie vor so gering, dass in Summe erneut eine Reduktion der Prognosen für 2014ff vorgenommen wurde. Das langfristige Annahmerüst profitiert hingegen von etwas höheren Margenannahmen. Zudem wurde Anpassung der Parameter des DCF-Modells (Zinsannahmen, Beta, Nettoeffekt leicht negativ) durchgeführt. **Die Aktie wird bei einem Kursziel von EUR 50 weiter mit Kaufen eingestuft.**

Schätzungsänderungen:				Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	
Umsatz	44,0	-2,3 %	50,0	12,0 %	53,0	12,0 %	<ul style="list-style-type: none"> Im Umsatz zeigt sich die Berücksichtigung der akquirierten Aktivitäten. Die kurzfristigen Ergebnisprognosen wurden aufgrund der Tatsache, dass bislang keine weiteren Großaufträge gemeldet wurden und die Visibilität nach wie vor extrem gering ist, erneut reduziert. Langfristig wird weiter mit einer Rückkehr zu historischen Profitabilitätsgrößen gerechnet.
EBITDA	3,1	-30,2 %	9,8	-13,8 %	11,7	-3,3 %	
EBIT	0,7	n.m.	7,0	-24,0 %	8,7	-8,4 %	
EPS	0,0	n.m.	0,0	-24,0 %	0,0	-8,6 %	

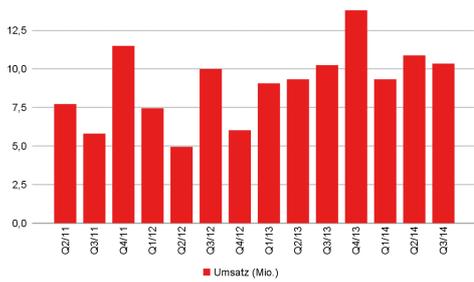


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	9,0 %
6 Monate:	-28,6 %
Jahresverlauf:	-9,5 %
Letzte 12 Monate:	-43,6 %

Unternehmenstermine:	
29.04.15	FY 2014
29.04.15	FY 2014
28.05.15	Q1
18.06.15	HV

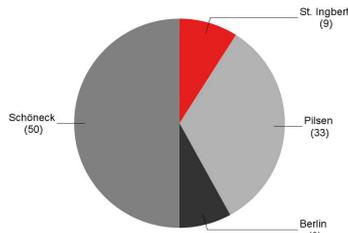
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	11,8 %	27,7	31,8	28,4	42,5	43,0	56,0	59,4
Veränd. Umsatz yoy		19,0 %	14,7 %	-10,5 %	49,4 %	1,3 %	30,2 %	6,0 %
Rohertragsmarge		96,8 %	102,8 %	99,8 %	91,3 %	91,0 %	93,0 %	93,0 %
EBITDA	46,8 %	8,0	8,6	2,9	3,6	2,2	8,4	11,3
Marge		28,8 %	27,1 %	10,1 %	8,4 %	5,0 %	15,0 %	19,0 %
EBIT	84,6 %	6,4	6,7	0,8	1,3	-0,2	5,3	8,0
Marge		23,2 %	21,0 %	2,8 %	3,0 %	-0,5 %	9,5 %	13,5 %
Nettoergebnis	95,3 %	4,5	4,6	0,7	0,8	-0,2	3,8	5,7
EPS	90,9 %	2,68	2,55	0,38	0,43	-0,08	1,99	2,99
EPS adj.	90,9 %	2,68	2,55	0,38	0,43	-0,08	1,99	2,99
DPS	26,0 %	0,50	0,50	0,00	0,25	0,50	0,50	0,50
Dividendenrendite		1,0 %	1,1 %	0,0 %	0,8 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
FCFPS		-0,79	1,29	0,57	-0,22	-1,72	0,58	3,15
EV / Umsatz		2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,5 x	1,5 x	1,4 x
EV / EBITDA		9,4 x	8,1 x	22,4 x	12,7 x	30,9 x	10,3 x	7,2 x
EV / EBIT		11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	n.a.	16,2 x	10,1 x
KGV		18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	n.a.	19,4 x	12,9 x
KGV ber.		18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	n.a.	19,4 x	12,9 x
FCF Yield Potential		8,2 %	9,5 %	4,2 %	7,0 %	3,3 %	7,9 %	11,0 %
Nettoverschuldung		-7,1	-8,4	-5,1	-10,5	-6,8	13,0	8,0
ROE		22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	-0,5 %	11,0 %	15,0 %
ROCE (NOPAT)		31,9 %	25,0 %	3,0 %	3,6 %	-0,6 %	10,1 %	11,7 %
Guidance:		Umsatz 2014 über Vorjahr						

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



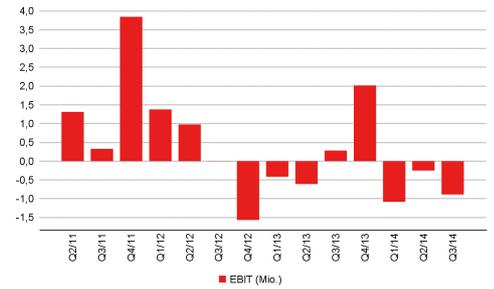
Quelle: Warburg Research

Mitarbeiter nach Standorten
2014e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

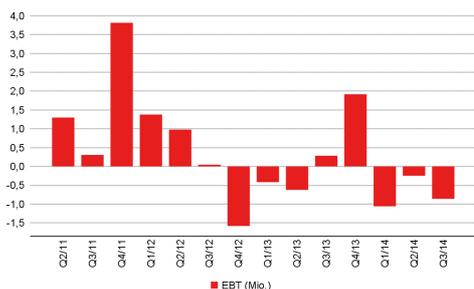
Unternehmenshintergrund

- Die GK Software ist führender Softwareanbieter für den Einzelhandel.
- Die Lösungen der GK Software ermöglichen es neben den Standardprozessen 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

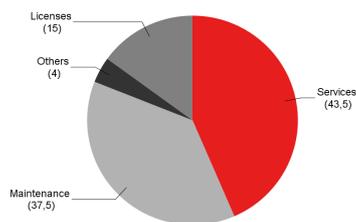
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern 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 für GK.
- Gleichzeitig liegen die Personalkosten bei GK Software standortbedingt oft rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmannschaft eines großen Systemintegrators.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



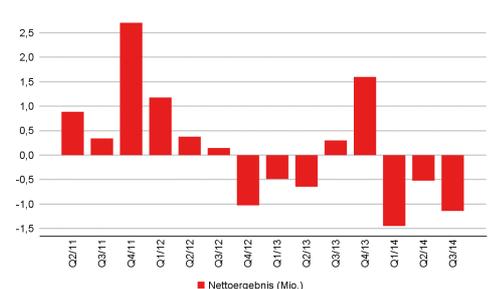
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2013; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	43,0	56,0	59,4	62,3	65,4	68,7	72,2	75,8	79,5	83,5	87,7	89,9	92,1	
Umsatzwachstum	1,3 %	30,2 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	-0,2	5,3	8,0	11,2	11,8	12,4	13,0	13,6	14,3	15,0	15,8	16,2	16,6	
EBIT-Marge	-0,5 %	9,5 %	13,5 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	
Steuerquote (EBT)	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	-0,2	3,8	5,7	8,0	8,4	8,8	9,2	9,7	10,2	10,7	11,2	11,5	11,8	
Abschreibungen	2,4	3,1	3,3	3,1	3,3	3,4	2,9	2,3	2,4	0,8	0,9	0,9	0,9	
Abschreibungsquote	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3,9	4,2	1,4	-4,4	-0,4	-0,5	-0,6	0,8	0,8	0,9	0,9	0,5	0,5	
- Investitionen	1,5	1,6	1,6	1,9	2,0	2,1	2,2	2,3	1,6	0,8	0,9	0,9	0,9	
Investitionsquote	3,6 %	2,8 %	2,6 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	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)	-3,3	1,1	6,0	13,0	10,1	10,7	10,6	8,9	10,1	9,8	10,3	11,0	11,3	11
Barwert FCF	-3,3	1,0	5,0	9,8	6,9	6,7	6,0	4,6	4,7	4,1	3,9	3,8	3,5	45
Anteil der Barwerte	2,64 %			53,04 %										44,32 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	2,00
		Sonstiges	1,50
WACC	10,30 %	Beta	1,60

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	57		
Terminal Value	45		
Zinstr. Verbindlichkeiten	2		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	-7	Aktienzahl (Mio.)	1,9
Eigenkapitalwert	91	Wert je Aktie (EUR)	48,14

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,78	11,3 %	40,17	40,64	41,13	41,66	42,21	42,80	43,42	1,78	11,3 %	37,15	38,66	40,16	41,66	43,16	44,66	46,16
1,69	10,8 %	42,95	43,50	44,08	44,70	45,36	46,06	46,81	1,69	10,8 %	39,93	41,52	43,11	44,70	46,29	47,88	49,47
1,65	10,6 %	44,46	45,06	45,69	46,37	47,09	47,85	48,67	1,65	10,6 %	41,45	43,09	44,73	46,37	48,01	49,64	51,28
1,60	10,3 %	46,05	46,71	47,40	48,14	48,93	49,77	50,67	1,60	10,3 %	43,07	44,76	46,45	48,14	49,83	51,52	53,21
1,55	10,1 %	47,75	48,46	49,22	50,03	50,89	51,82	52,81	1,55	10,1 %	44,79	46,54	48,28	50,03	51,77	53,52	55,26
1,51	9,8 %	49,54	50,32	51,15	52,04	52,99	54,01	55,11	1,51	9,8 %	46,63	48,43	50,24	52,04	53,85	55,65	57,45
1,42	9,3 %	53,50	54,44	55,44	56,52	57,68	58,93	60,28	1,42	9,3 %	50,71	52,65	54,58	56,52	58,45	60,39	62,32

Softwareunternehmen wie GK erwirtschaften neben guten Tagessätzen in der Regel hohe Lizenzeinnahmen

Dies führt in der Regel zu hohen zweistelligen Margen

Verzögerungen bei Projektabschlüssen und hohe strukturelle Aufwendungen belasteten das Unternehmen jedoch

Wertermittlung

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	3,4 x	2,8 x	2,4 x	1,7 x	2,2 x	2,1 x	1,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,12	10,44	9,67	13,13	12,78	4,73	8,28
EV / Umsatz	2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,5 x	1,5 x	1,4 x
EV / EBITDA	9,4 x	8,1 x	22,4 x	12,7 x	30,9 x	10,3 x	7,2 x
EV / EBIT	11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	n.a.	16,2 x	10,1 x
EV / EBIT adj.*	11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	n.a.	16,2 x	10,1 x
Kurs / FCF	n.a.	34,0 x	68,2 x	n.a.	n.a.	67,0 x	12,2 x
KGV	18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	n.a.	19,4 x	12,9 x
KGV ber.*	18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	n.a.	19,4 x	12,9 x
Dividendenrendite	1,0 %	1,1 %	0,0 %	0,8 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Free Cash Flow Yield Potential	8,2 %	9,5 %	4,2 %	7,0 %	3,3 %	7,9 %	11,0 %
*Adjustiert um:	-						

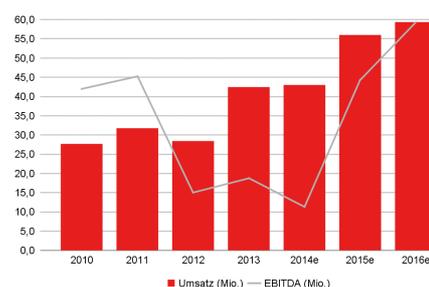
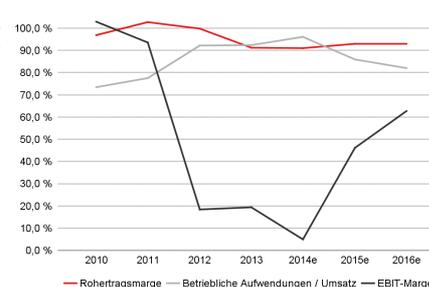
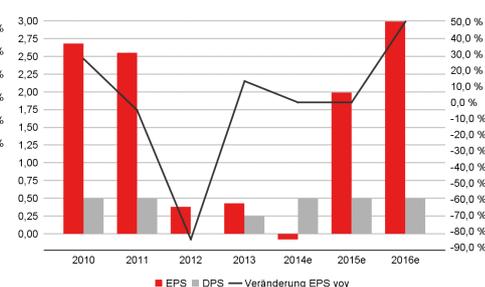
GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	27,7	31,8	28,4	42,5	43,0	56,0	59,4
Veränd. Umsatz yoy	19,0 %	14,7 %	-10,5 %	49,4 %	1,3 %	30,2 %	6,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,6	1,5	0,7	0,4	0,4	0,6	0,6
Gesamterlöse	28,3	33,2	29,0	42,8	43,4	56,6	60,0
Materialaufwand	1,5	0,6	0,7	4,1	4,3	4,5	4,7
Rohertrag	26,8	32,6	28,4	38,8	39,1	52,1	55,2
Rohermargen	96,8 %	102,8 %	99,8 %	91,3 %	91,0 %	93,0 %	93,0 %
Personalaufwendungen	14,8	18,6	19,8	25,6	26,7	33,0	32,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,7	1,7	2,5	2,2	2,8	3,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,3	6,2	7,4	12,0	12,5	13,4	14,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,0	8,6	2,9	3,6	2,2	8,4	11,3
Marge	28,8 %	27,1 %	10,1 %	8,4 %	5,0 %	15,0 %	19,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9
EBITA	7,5	8,0	2,2	3,0	1,5	7,6	10,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,4	1,7	1,7	2,2	2,4
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,4	6,7	0,8	1,3	-0,2	5,3	8,0
Marge	23,2 %	21,0 %	2,8 %	3,0 %	-0,5 %	9,5 %	13,5 %
EBIT adj.	6,4	6,7	0,8	1,3	-0,2	5,3	8,0
Zinserträge	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	6,3	6,6	0,8	1,2	-0,2	5,3	8,0
Marge	22,8 %	20,7 %	2,9 %	2,7 %	-0,5 %	9,5 %	13,5 %
Steuern gesamt	1,8	2,0	0,1	0,4	-0,1	1,5	2,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,5	4,6	0,7	0,8	-0,2	3,8	5,7
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,5	4,6	0,7	0,8	-0,2	3,8	5,7
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	4,5	4,6	0,7	0,8	-0,2	3,8	5,7
Marge	16,1 %	14,4 %	2,4 %	1,8 %	-0,4 %	6,7 %	9,6 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
EPS	2,68	2,55	0,38	0,43	-0,08	1,99	2,99
EPS adj.	2,68	2,55	0,38	0,43	-0,08	1,99	2,99

*Adjustiert um:

Guidance: Umsatz 2014 über Vorjahr**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	73,5 %	77,6 %	92,1 %	92,5 %	96,0 %	86,0 %	82,0 %
Operating Leverage	1,7 x	0,2 x	8,4 x	1,3 x	n.a.	n.a.	8,4 x
EBITDA / Interest expenses	26,1 x	31,2 x	14,9 x	16,0 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	29,1 %	30,5 %	17,6 %	34,2 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	18,7 %	19,6 %	0,0 %	58,6 %	n.m.	25,2 %	16,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	85.460	79.781	70.022	102.534	101.809	129.988	135.086

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

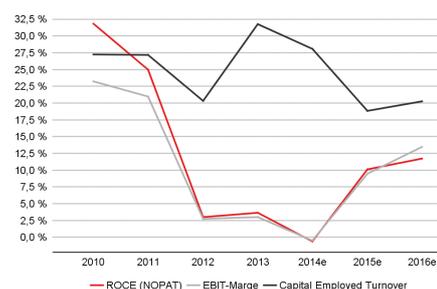
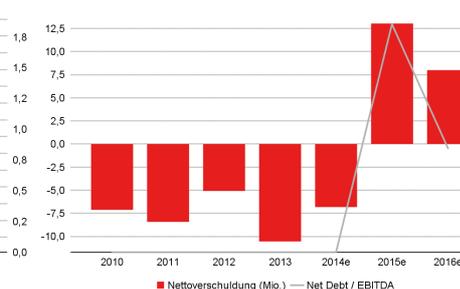
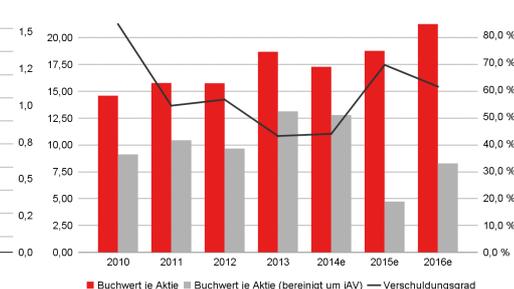
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,1	9,5	10,9	9,9	8,5	26,7	24,6
davon übrige imm. VG	2,7	3,1	4,5	3,5	2,1	0,3	-1,8
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	26,4	26,4
Sachanlagen	4,0	4,1	4,9	4,8	5,4	5,7	6,0
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	13,2	13,7	15,8	14,7	13,9	32,4	30,7
Vorräte	0,0	0,0	1,0	1,0	4,8	6,2	6,6
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,1	11,9	11,6	13,1	13,3	16,4	17,4
Liquide Mittel	13,4	13,9	10,3	13,7	10,0	0,2	5,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,1	4,0	5,4	5,2	5,2	5,2	5,2
Umlaufvermögen	31,6	29,8	28,3	33,0	33,3	27,9	34,4
Bilanzsumme (Aktiva)	44,8	43,5	44,1	47,7	47,2	60,3	65,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Kapitalrücklage	13,9	14,2	14,4	18,2	18,2	18,2	18,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	2,3	7,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,6	12,2	12,0	13,4	13,4	13,4	13,4
Buchwert	24,3	28,2	28,2	33,4	32,8	35,7	40,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	24,3	28,2	28,2	33,4	32,8	35,7	40,4
Rückstellungen gesamt	1,4	1,8	4,6	3,5	3,5	3,5	3,5
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3	0,2	1,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	6,0	5,2	3,5	2,3	2,3	12,3	12,3
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,7	0,8	2,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,3	0,8	1,0	1,0	1,3	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	12,6	7,9	6,9	7,6	7,6	7,6	7,6
Verbindlichkeiten	20,5	15,2	15,9	14,3	14,4	24,7	24,7
Bilanzsumme (Passiva)	44,8	43,5	44,1	47,7	47,2	60,3	65,0

Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,5 x	2,1 x	1,8 x	2,5 x	2,0 x	2,1 x	2,1 x
Capital Employed Turnover	1,6 x	1,6 x	1,2 x	1,9 x	1,7 x	1,2 x	1,2 x
ROA	34,0 %	33,4 %	4,3 %	5,2 %	-1,1 %	11,7 %	18,5 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	31,9 %	25,0 %	3,0 %	3,6 %	-0,6 %	10,1 %	11,7 %
ROE	22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	-0,5 %	11,0 %	15,0 %
Adj. ROE	22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	-0,5 %	11,0 %	15,0 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-7,1	-8,4	-5,1	-10,5	-6,8	13,0	8,0
Nettofinanzverschuldung	-7,5	-8,6	-6,8	-11,5	-7,7	12,1	7,1
Net Gearing	-29,3 %	-29,8 %	-18,0 %	-31,5 %	-20,8 %	36,6 %	19,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	144,3 %	62,8 %
Buchwert je Aktie	14,6	15,8	15,7	18,7	17,3	18,8	21,3
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,1	10,4	9,7	13,1	12,8	4,7	8,3

Entwicklung ROCE**Nettoverschuldung in Mio. EUR****Buchwert je Aktie in EUR**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

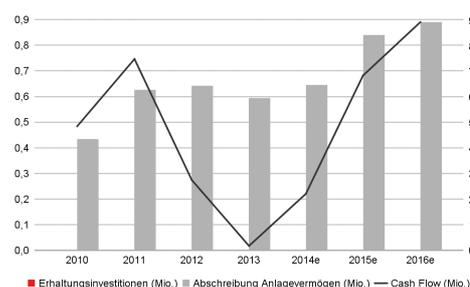
Cash flow

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,5	4,6	0,7	0,8	-0,2	3,8	5,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,4	1,7	1,7	2,2	2,4
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,2	1,6	-1,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,0	0,8	-1,6	-1,1	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	4,9	7,5	2,8	0,2	2,2	6,9	9,0
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,1	0,1	-3,8	-1,4	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-8,5	2,0	2,4	2,4	-0,2	-3,1	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5,3	-4,8	-2,2	-1,0	0,0	0,3	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-3,2	-2,8	0,3	1,5	-3,9	-4,2	-1,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,7	4,7	3,1	1,7	-1,7	2,7	7,6
Investitionen in iAV	-1,9	-1,7	-0,9	-0,9	-0,3	-0,4	-0,4
Investitionen in Sachanlagen	-1,1	-0,7	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-20,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,4	0,0	-1,6	1,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2,7	-2,7	-4,0	-0,9	-1,5	-21,6	-1,6
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,7	-0,7	-1,8	-1,2	0,0	10,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,7	-0,9	-0,9	0,0	-0,4	-1,0	-1,0
Erwerb eigener Aktien	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	3,8	-1,6	-2,7	2,6	-0,4	9,1	-1,0
Veränderung liquide Mittel	2,8	0,4	-3,6	3,4	-3,7	-9,9	5,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	13,4	13,9	10,3	13,7	10,0	0,2	5,2

Kennzahlen

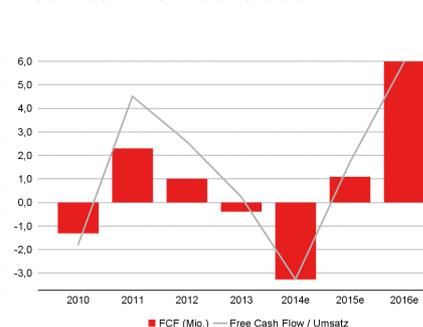
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FCF	-1,3	2,3	1,0	-0,4	-3,3	1,1	6,0
Free Cash Flow / Umsatz	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	-0,9 %	-7,6 %	2,0 %	10,1 %
Free Cash Flow Potential	6,1	6,6	2,7	3,2	2,2	6,9	9,0
Free Cash Flow / Umsatz	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	-0,9 %	-7,6 %	2,0 %	10,1 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-29,4 %	50,4 %	149,7 %	-51,0 %	2126,1 %	29,0 %	105,3 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,5 %	1,4 %	1,9 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,8 %	4,9 %	4,4 %	7,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	10,8 %	7,7 %	7,2 %	5,0 %	3,6 %	2,8 %	2,6 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	192,6 %	125,7 %	99,2 %	92,0 %	65,4 %	50,7 %	47,9 %
Avg. Working Capital / Umsatz	18,0 %	28,2 %	37,8 %	27,2 %	33,3 %	32,9 %	35,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	2964,1 %	3630,7 %	1379,5 %	1356,9 %	1330,0 %	1261,5 %	1338,5 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	0,7 x	3,9 x	0,9 x	0,7 x	0,7 x
Receivables collection period (Tage)	186	137	149	113	113	107	107
Payables payment period (Tage)	113	197	457	86	85	106	100
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	-252	-37	380	482	494

Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



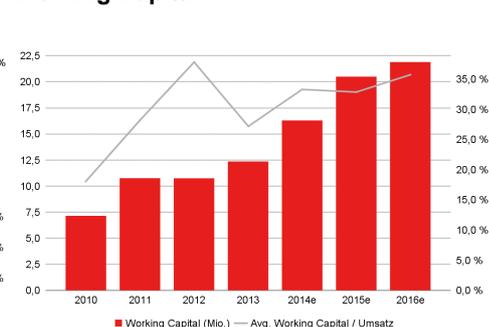
Quelle: Warburg Research

Free Cash Flow Generation



Quelle: Warburg Research

Working Capital



Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundene Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen 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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

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

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
GK Software	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007571424.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	102	54
Halten	72	38
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	188	100

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	82	57
Halten	52	36
Verkaufen	6	4
Empf. ausgesetzt	4	3
Gesamt	144	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [24.03.2015]


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.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Henner Rüschemeyer +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Frank Laser +49 40 309537-235
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Räther +49 40 309537-185
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

Christopher Rodler +49 40 309537-290
Utilities crodler@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

Stephan Wulf +49 40 309537-150
Utilities swulf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Christian Alisch +49 40 3282-2667
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France mgruebner@mmwarburg.com

Ömer Güven +49 40 3282-2633
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Thekla Struve +49 40 3282-2668
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Matthias Thiel +49 40 3282-2401
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com