

Datum **15.04.2013**

Kaufen (alt: Kaufen)
PT: € 46,75 (alt: € 56,50)

Änderungen

	2012E**		2013E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	28,4	-6%	47,1	-14,5%
EBIT	0,8	-83%	6,8	-31,3%
EPS	0,38	-79%	2,67	-30,5%
EPS*	0,38	-79%	2,67	-30,5%
DPS	0,10	-80%	0,60	-23,1%

* bereinigt

** teilweise vorläufig berichtet

Homepage: www.gksoftware.de

Branche: IT/Software

ISIN	DE0007571424
Bloomberg	GKS:GR
Reuters	GKSG
Preis (12.04.13):	€ 27,40
Marktkapitalisierung	€ 49,0 Mio.
EV	€ 39,2 Mio.
Ø-Volumen (100 Tage)	€ 63.805
52W Hoch	€ 43,00
52W Tief	€ 27,00
Streubesitz	42,5 %

Finanzkalender

26.04.2013	GB 2012
29.05.2013	Q1-Bericht 2013

Aktionärsstruktur

GK Software Holding	52,33%
Scherzer & Co. AG	5,23%
R. Gläß	2,95%
S. Kronmüller	2,23%

Kursentwicklung



Daniel Grossjohann
 +49 (0)69 - 2561 285 13
grossjohann@vararesearch.de
Benjamin Ludacka
 +49 (0)69 - 2561 285 12
ludacka@vararesearch.de
Michael Vara
 +49 (0)69 - 2561 285 11
vara@vararesearch.de

GK SOFTWARE AG

Umbruchphase, org. Wachstum ab Mitte 2013 erwartet

Die vorläufigen 2012er Zahlen, auf die der Markt zunächst mit einem deutlichen Kursabschlag reagiert hat, implizieren ein für GK ungewöhnlich schwaches Jahresendgeschäft. Der Handel befindet sich derzeit im strukturellen Umbruch und hat daher IT-Investitionen zurückgestellt. Zudem haben sich bisher weniger Projekte aus der Kooperation mit SAP ergeben, als von uns geschätzt. Wir haben die Erwartungen an die SAP-Kooperation insgesamt reduziert. Bedingt durch Basiseffekte, die AWEK-Übernahme und eine gut gefüllte Projektpipeline gehen wir für 2013 aber weiterhin von deutlichem Umsatzwachstum (+66%) aus. Bei einer gegenwärtigen EV/Umsatz-Bewertung für 2013 von knapp unter 1 sehen wir noch deutliches Kurspotenzial - da 2012 in unseren Augen ein Ausrutscher war und die langfristige Wachstumsstory intakt ist.

Investment Highlights

- Während Q4 typischerweise das umsatzstärkste und profitabelste Quartal ist, wurden in Q4 2012 lediglich ein Umsatz von rund € 6 Mio. (Q4 2011: € 10,6 Mio.) und ein EBIT von ca. € -1,7 Mio. (Q4 2011: € 4,1 Mio.) erwirtschaftet. Der Handel, als Abnehmer der GK-Lösungen, sah sich in 2012 erstmals seit 2009 preisbereinigt mit rückläufigen Umsätzen (-0,3%) konfrontiert. Zudem steht der Handel wegen der wachsenden Bedeutung des Onlinehandels vor einer strategischen Weichenstellung, dies hat zu zögerlichem Investitionsverhalten und einem gewissen Investitionsstau (IT-seitig) geführt. Da GK zusammen mit SAP eine in unseren Augen überzeugende integrierte Lösung für das strukturelle Problem des klassischen Handels bietet, sollte GK merklich profitieren, wenn sich der derzeitige Investitionsstau auflöst.
- Obwohl wir unsere bisherige Umsatzschätzung (€ 55,1 Mio.) reduziert haben, trauen wir GK in 2013 weiterhin ein deutliches Wachstum (Umsatz 13e: 47,1 Mio.; +66%) zu. Dafür, dass dieses nun „schwächer“ ausfällt, als zunächst erwartet, gibt es zwei Gründe: Erstens, zeigten die meisten Handelskonzerne ein weiter zögerliches Verhalten, so dass in Q1 nur ein größerer GK-Neukunde (im Inland) vermelden werden konnte (Ohne dass dies auf Marktanteilsverluste zurückzuführen wäre). Zweitens haben wir die anstehende Restrukturierung bei der AWEK-Gruppe unterschätzt. Da die Sichtbarkeit der SAP-Pipeline, auch für GK selbst, eingeschränkt ist, haben wir internationale Umsätze durch die SAP-Kooperation nicht mehr in unsere Schätzung einfließen lassen. Die EBIT-Marge sehen wir im laufenden Jahr (durch restrukturierungsbedingte Belastungen) bei rund 14,5%.

Kennzahlen (*Die 2012er Zahlen wurden teilweise vorläufig berichtet)

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2010	27,7	4,5	2,50	20,02	2,98	12,80	23,2%	22,6%
2011	31,8	4,6	2,55	16,77	2,14	10,23	21,0%	17,4%
2012e	28,4	0,7	0,38	71,86	1,56	55,96	2,8%	2,4%
2013e	47,1	4,8	2,65	10,32	0,94	6,47	14,5%	15,2%
2014e	54,1	6,1	3,41	8,03	0,82	5,11	16,0%	16,5%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**HIT-Verbrauchermärkte
setzen auf GK und SAP**

Die Dohle Handelsgruppe, Betreiber der rund 100 HIT Verbrauchermärkte und SB-Warenhäuser (Verkaufsflächen 1.500m² bis 4.500m²), wird alle Standorte mit „SAP Offline Mobile Store by GK“, „SAP Device Control by GK“ sowie einer Lösung zum Etikettendruck ausstatten. Durch die vollintegrierte Erweiterung des bestehenden SAP-Systems können kundenseitige Prozesse weiter optimiert werden, zudem reduzieren sich die Wartungskosten für Dohle.

**Vertriebserfolg in
Russland**

Modis, ein Betreiber von 65 großflächigen Fashion-Department-Stores in Russland, hat sich für den Einsatz von „SAP Point-of-Sale by GK“ entschieden. Das Projekt, über dessen Volumen Stillschweigen vereinbart ist und das noch 2013 abgeschlossen werden soll, wurde durch SAP akquiriert. Die Anpassung der GK Standardlösung an die individuellen Anforderungen der Modis wird ein russischer Partner übernehmen, der bezogen auf Trainings-, Entwicklungs-, und Beratungsleistungen durch GK SOFTWARE unterstützt wird.

**HP Service-Support-
Vereinbarung als
Startschuss für mehr
Dynamik in der
Internationalisierung?!**

Bereits Mitte Januar gab GK SOFTWARE eine Service-Support-Vereinbarung mit HP bekannt - für alle Komponenten der SAP Store Solutions by GK. Hiermit löst GK ein mögliches Kapazitätsproblem auf dem Weg der Internationalisierung, denn ohne die Vereinbarung wäre es schwierig gewesen die Implementierung der eigenen Lösung bei mehreren ausländischen Großprojekten zu gewährleisten. Die Vereinbarung mit HP sorgt für flexible Kapazitäten und eine variable Kostenstruktur. Wir gehen davon aus, dass die Sales-Zyklen bei SAP länger sind als bei GK, da in Deutschland, wo der Vertrieb durch SAP früher begonnen hat, sind bereits einige durch die Kooperation angestoßene Projekte gestartet sind.

**Strategisch bedingte
AWEK-Restrukturierung**

Ein Teil der Geschäfte der AWEK – und damit auch Umsatz - dürfte aus strategischen Gründen aufgegeben werden. Die anstehende Restrukturierung bedingt, dass AWEK im laufenden Jahr keinen Betrag zum Konzern-EBIT leisten wird. Die AWEK-Übernahme war Resultat einer strategischen Make-or-Buy-Entscheidung und in unseren Augen richtig – GK kann seinen Kunden ein breiteres Spektrum an Serviceleistungen anbieten, die Kundenbindung stärken und sich eine größere Basis wiederkehrender (Service-) Umsätze schaffen.

**GK/Retail-Suite mit Self-
Checkout-Lösung weiter
gestärkt**

Produktseitig ist GK SOFTWARE weiter vorangekommen. Die neue Self-Checkout (SCO)-Lösung ist vollständig in die Basislösung GK/Retail integriert und bietet den Händlern große Freiheiten bei der hardwareseitigen Wahl eines SCO-Systems (z.B. vom Kunden selbst bediente Kassen). SCO ist in den USA und Großbritannien bereits weit verbreitet, insofern dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, dass diese Lösungen verstärkt auch von Handelsketten in Kontinentaleuropa genutzt werden.

**2013 muss GK beweisen,
dass der langfristige
Wachstumspfad intakt
ist**

Der am 5.4.2013 vorab vermeldete, rückläufige Umsatz für 2012 von € 28,4 Mio. (-10,6% ggü. Vj.) lag unterhalb der bisherigen Umsatzindikation (€ 30 Mio. - € 31 Mio.). Endgültige Zahlen vermeldet das Unternehmen am 26.4.2013. Entscheidend für die Aktienperformance in 2013 ist, dass GK im Jahresverlauf beweist, dass das Unternehmen nicht vom langfristigen Wachstumspfad abgekommen ist. Die auf den ersten Blick immer noch sehr hohe Zuwachsrate in 2013 (+66% im Umsatz) basiert auf einem akquisitorischen Effekt aus der AWEK-Übernahme (Effekt 2013e: ca. € 8,5 Mio. Umsatz) und einem knapp 30%igen organischen Wachstum. Letzteres beinhaltet jedoch auch gewisse Nachhol- und Basiseffekte vor dem Hintergrund bereits aufgebauter Kapazitäten und einem schwachen Jahresendgeschäft in Q4/2012, dass die Umsatzbasis 2012 insgesamt reduziert hat.

■ GuV in Euro Mio.

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	23,277	27,690	31,753	28,403	47,118	54,056
Veraend. des Bestandes an fert./unfert. Erzeugnissen	-0,873	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	1,067	0,649	1,489	0,722	1,197	1,374
Sonstige betriebliche Ertraege	0,826	1,368	0,729	0,794	1,318	1,512
Gesamtleistung	24,296	29,706	33,971	29,919	49,633	56,941
Materialaufwand	-0,561	-1,540	-0,611	-4,531	-1,994	-1,476
Rohergebnis	23,735	28,166	33,360	25,388	47,639	55,465
Personalaufwand	-12,117	-14,840	-18,601	-16,969	-28,591	-32,875
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-5,448	-5,344	-6,158	-6,041	-9,947	-11,337
EBITDA	6,171	7,982	8,601	2,378	9,101	11,252
Abschreibungen/Amortisation	-1,281	-1,548	-1,947	-1,588	-2,269	-2,603
EBIT	4,890	6,435	6,654	0,790	6,832	8,649
Finanzergebnis	0,143	-0,128	-0,085	0,091	0,006	0,137
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	5,033	6,307	6,569	0,881	6,838	8,786
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,516	-1,836	-2,005	-0,198	-2,087	-2,681
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	3,517	4,471	4,564	0,683	4,752	6,105
Bereinigungen	0,984	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	4,501	4,471	4,564	0,683	4,752	6,105
Gewichtete Anzahl Aktien	1,67	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
EPS (in Euro)	2,11	2,50	2,55	0,38	2,65	3,41
EPS bereinigt (in Euro)	2,70	2,50	2,55	0,38	2,65	3,41
DPS (in Euro)	1,00	0,50	0,50	0,10	0,60	0,77

■ GuV in % vom Umsatz

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatz	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	104,4	107,3	107,0	105,3	105,3	105,3
Materialaufwand	-2,4	-5,6	-1,9	-16,0	-4,2	-2,7
Rohergebnis	102,0	101,7	105,1	89,4	101,1	102,6
Personalaufwand	-52,1	-53,6	-58,6	-59,7	-60,7	-60,8
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-23,4	-19,3	-19,4	-21,3	-21,1	-21,0
EBITDA	26,5	28,8	27,1	8,4	19,3	20,8
Abschreibungen/Amortisation	-5,5	-5,6	-6,1	-5,6	-4,8	-4,8
EBIT	21,0	23,2	21,0	2,8	14,5	16,0
Finanzergebnis	0,6	-0,5	-0,3	0,3	0,0	0,3
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Ertragssteuern	21,6	22,8	20,7	3,1	14,5	16,3
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuern	-6,5	-6,6	-6,3	-0,7	-4,4	-5,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	15,1	16,1	14,4	2,4	10,1	11,3
Bereinigungen	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Nettoergebnis	19,3	16,1	14,4	2,4	10,1	11,3

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

■ Kapitalflussrechnung

(in Mio. Euro)	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	5,662	1,668	4,747	3,505	0,184	6,180
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-9,363	-2,709	-2,693	-1,166	-6,134	-1,301
<i>davon Capex</i>	<i>-8,806</i>	<i>-2,980</i>	<i>-2,447</i>	<i>-1,166</i>	<i>-1,134</i>	<i>-1,301</i>
Mittelzu- / -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	5,468	3,844	-1,636	-4,595	-0,185	-1,074
Veraenderung der Zahlungsmittel	1,782	2,805	0,417	-2,256	-6,135	3,804
Fluessige Mittel am Ende der Periode	10,637	13,442	13,859	11,604	5,469	9,273

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

■ Bilanz in Euro Mio.

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermoegen	12,743	13,166	13,664	13,242	22,107	20,805
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	9,333	9,116	9,540	8,935	8,495	7,202
Sachanlagen	3,410	4,050	4,124	4,307	8,612	8,603
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	5,000	5,000
Umlaufvermoegen	19,242	31,110	29,084	25,568	26,473	32,887
Vorraete	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	5,846	14,110	11,945	10,685	17,725	20,335
Sonstige Forderungen	2,759	3,558	3,279	3,279	3,279	3,279
Kasse und Wertpapiere	10,637	13,442	13,859	11,604	5,469	9,273
Sonstiges Aktiva	0,390	0,529	0,727	0,727	0,727	0,727
Summe Aktiva	32,375	44,805	43,475	39,537	49,307	54,419
Eigenkapital	15,300	24,332	28,231	28,019	34,585	39,616
Ruecklagen	15,300	24,332	28,231	28,019	34,585	39,616
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rueckstellungen	0,847	0,921	1,109	1,118	1,128	1,138
Verbindlichkeiten	14,953	17,060	11,462	7,728	10,921	10,993
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,724	5,983	5,243	1,543	4,543	4,543
Verbindlichkeiten aus LuL	0,774	0,476	0,329	0,294	0,488	0,560
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	7,455	10,601	5,891	5,891	5,891	5,891
Sonstige Passiva	1,276	2,491	2,672	2,672	2,672	2,672
Summe Passiva	32,375	44,805	43,475	39,537	49,307	54,419

■ Bilanz in % des Gesamtvermögens

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermoegen	39,4	29,4	31,4	33,5	44,8	38,2
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	28,8	20,3	21,9	22,6	17,2	13,2
Sachanlagen	10,5	9,0	9,5	10,9	17,5	15,8
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	10,1	9,2
Umlaufvermoegen	59,4	69,4	66,9	64,7	53,7	60,4
Vorraete	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus LuL	18,1	31,5	27,5	27,0	35,9	37,4
Sonstige Forderungen	8,5	7,9	7,5	8,3	6,7	6,0
Kasse und Wertpapiere	32,9	30,0	31,9	29,3	11,1	17,0
Sonstiges Aktiva	1,2	1,2	1,7	1,8	1,5	1,3
Summe Aktiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenkapital	47,3	54,3	64,9	70,9	70,1	72,8
Ruecklagen	47,3	54,3	64,9	70,9	70,1	72,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rueckstellungen	2,6	2,1	2,6	2,8	2,3	2,1
Verbindlichkeiten	46,2	38,1	26,4	19,5	22,1	20,2
Zinstragende Verbindlichkeiten	20,8	13,4	12,1	3,9	9,2	8,3
Verbindlichkeiten aus LuL	2,4	1,1	0,8	0,7	1,0	1,0
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	23,0	23,7	13,6	14,9	11,9	10,8
Sonstige Passiva	3,9	5,6	6,1	6,8	5,4	4,9
Summe Passiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

■ Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
--	------	------	------	-------	-------	-------

■ Bewertungskennzahlen

Aktienkurs (in Euro)	23,00	50,00	42,75	27,40	27,40	27,40
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	38,3	89,5	76,5	49,0	49,0	49,0
Enterprise Value (in Euro Mio.)	34,4	82,4	68,1	39,2	39,2	39,2
EV/Umsatz	1,48	2,98	2,14	1,38	0,83	0,72
EV/EBITDA	4,8	10,3	7,9	16,5	4,3	3,5
EV/EBIT	5,9	12,8	10,2	49,6	5,7	4,5
P/E berichtet	10,9	20,0	16,8	72,1	10,3	8,0
P/E bereinigt	8,5	20,0	16,8	72,1	10,3	8,0
PCPS	8,0	15,1	11,4	21,6	7,0	5,6
KBV	2,5	3,7	2,7	1,8	1,4	1,2

■ Rentabilitaetskennzahlen

EBITDA-Marge	30,7%	28,8%	27,1%	8,4%	19,3%	20,8%
EBIT-Marge	25,2%	23,2%	21,0%	2,8%	14,5%	16,0%
Vorsteuer marge	25,8%	22,8%	20,7%	3,1%	14,5%	16,3%
Nettomarge	19,3%	16,1%	14,4%	2,4%	10,1%	11,3%
ROE	33,2%	22,6%	17,4%	2,4%	15,2%	16,5%
ROCE	57,0%	38,5%	31,2%	3,8%	23,2%	22,3%

■ Produktivitaetskennzahlen

Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	80,0	75,7	78,4	59,7	89,0	92,3
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	15,5	12,2	11,3	1,4	9,0	10,4
Anzahl Mitarbeiter	291	366	405	476	529	586

■ Finanzkennzahlen

Eigenkapitalquote	47,3%	54,3%	64,9%	70,9%	70,1%	72,8%
Gearing	-25,3%	-29,3%	-29,8%	-17,3%	-2,1%	-11,4%
Dividendenrendite	4,3%	1,0%	1,2%	0,4%	2,2%	2,8%

■ Cash-Flow Kennzahlen

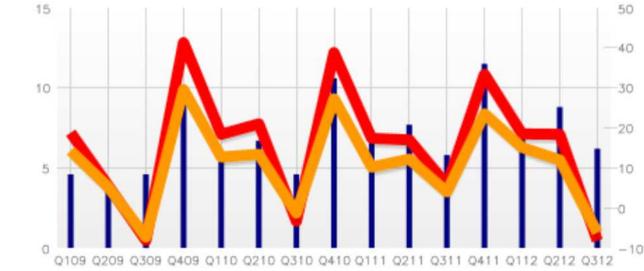
Cash-Flow pro Aktie	2,88	3,30	3,74	1,27	3,93	4,87
Free-Cash-Flow pro Aktie	-2,41	1,64	2,37	0,62	3,29	4,14

■ Sonstige Kennzahlen

Abschreibungen/Umsatz	5,5%	5,6%	6,1%	5,6%	4,8%	4,8%
Capex/Umsatz	37,8%	10,8%	7,7%	4,1%	2,4%	2,4%
Working Capital/Umsatz	21,8%	49,2%	36,6%	36,6%	36,6%	36,6%
Steuerquote	30,1%	29,1%	30,5%	22,5%	30,5%	30,5%

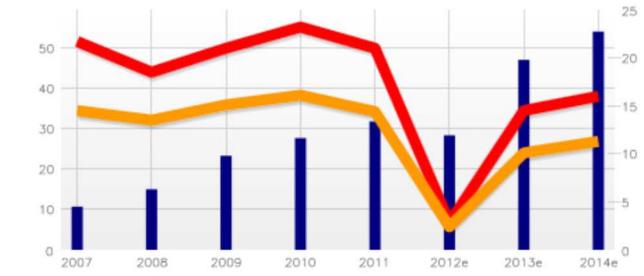
Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

Umsatz- und EBIT-Entwicklung (Quartalsübersicht)



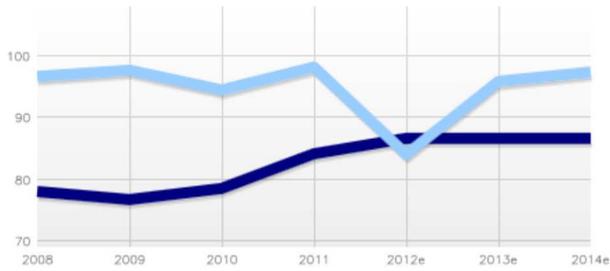
■ Umsatz in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ EBIT-Marge in % (Linie, rechte Achse)
 ■ Nettomarge in % (Linie, rechte Achse)

Umsatz- und EBIT-Entwicklung (Jahresübersicht)



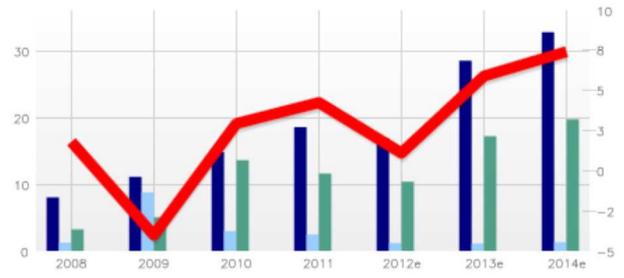
■ Umsatz in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ EBIT-Marge in % (Linie, rechte Achse)
 ■ Nettomarge in % (Linie, rechte Achse)

Kosteneffizienz



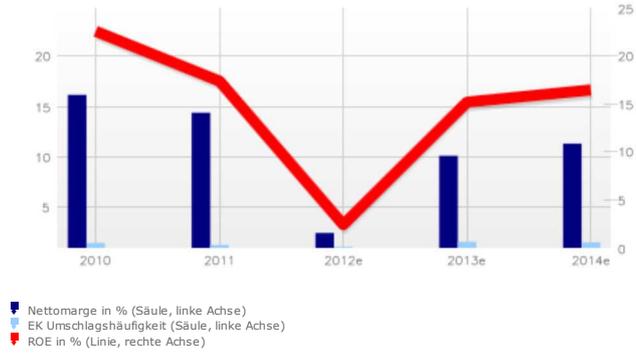
■ Operative Aufwendungen / Umsatz (Linie, linke Achse)
 ■ Rohhertragsmarge in % (Linie, linke Achse)

Operativer Cash Flow

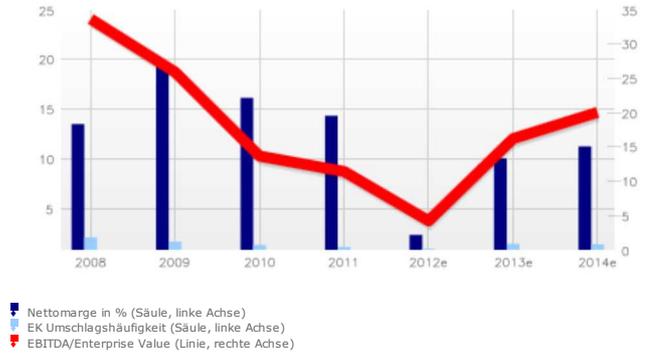


■ Personalaufwand in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ Capex in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ Delta Netto Working Capital in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ Free-Cash-Flow in Euro Mio. (Linie, rechte Achse)

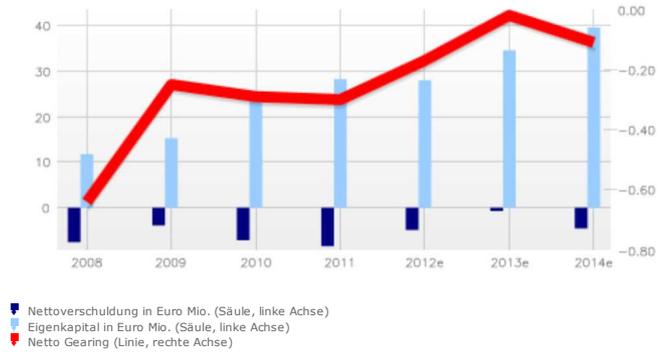
ROE



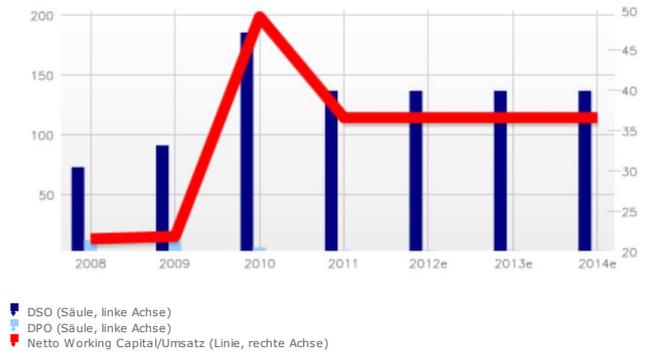
Wertschöpfung



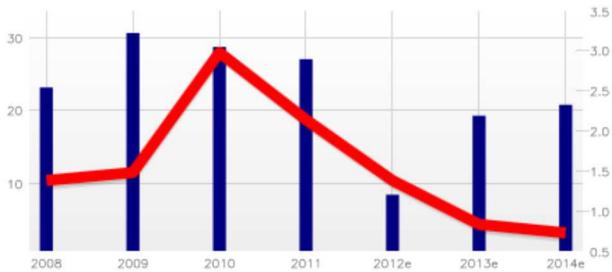
Bilanzqualität



Working Capital Effizienz

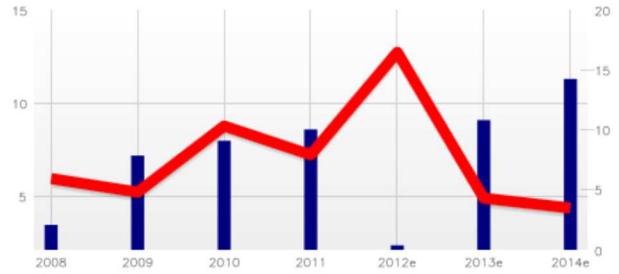


EV/Umsatz



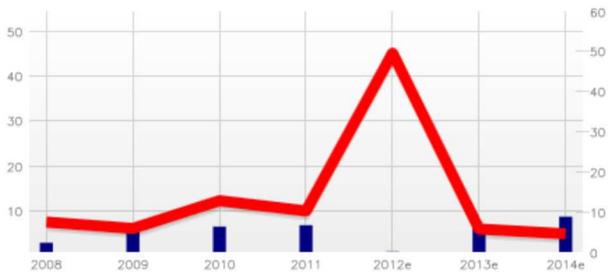
■ EBITDA-Marge in % (Säule, linke Achse)
 ■ EV/Umsatz (Linie, rechte Achse)

EV/EBITDA



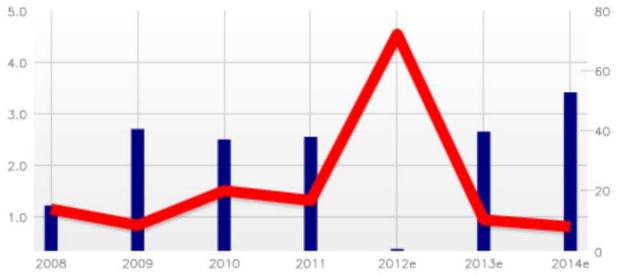
■ EBITDA in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ EV/EBITDA (Linie, rechte Achse)

EV/EBIT



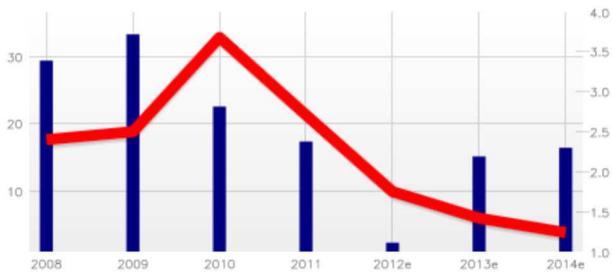
■ EBIT in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ EV/EBIT (Linie, rechte Achse)

KGV bereinigt



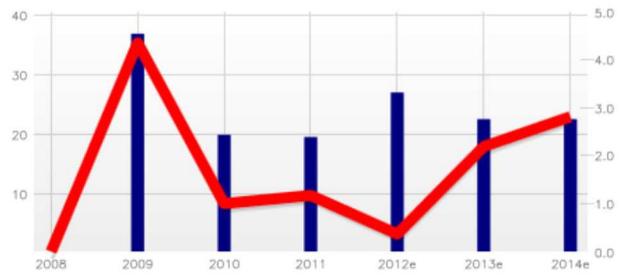
■ EPS bereinigt in Euro (Säule, linke Achse)
 ■ KGV bereinigt (Linie, rechte Achse)

KBV



■ ROE in % (Säule, linke Achse)
 ■ P/NAV (Linie, rechte Achse)

Dividendenrendite in %



■ Ausschüttungsquote in % (Säule, linke Achse)
 ■ Dividendenrendite in % (Linie, rechte Achse)

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,
Benjamin Ludacka, 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	14.12.2009	Halten	€ 38,60
GK SOFTWARE AG	02.02.2010	Halten	€ 40,10
GK SOFTWARE AG	22.04.2010	Halten	€ 50,85
GK SOFTWARE AG	21.06.2010	Halten	€ 50,85
GK SOFTWARE AG	08.09.2010	Halten	€ 56,95
GK SOFTWARE AG	02.12.2010	Halten	€ 56,00
GK SOFTWARE AG	19.01.2011	Halten	€ 55,70
GK SOFTWARE AG	16.05.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	20.06.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	16.08.2011	Kaufen	€ 50,90
GK SOFTWARE AG	08.09.2011	Kaufen	€ 52,70
GK SOFTWARE AG	14.11.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	14.12.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	06.03.2012	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	07.05.2012	Kaufen	€ 58,50
GK SOFTWARE AG	27.06.2012	Kaufen	€ 58,50
GK SOFTWARE AG	07.01.2013	Kaufen	€ 56,50

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:
(15.04.2013)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
Finanzinstrumenten:
(Schlusskurse vom 12.04.2013)**

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.