

Datum **26.06.2013**

**Kaufen** (alt: Kaufen)  
**PT: € 46,75** (alt: € 46,75)

### Änderungen

	2013E		2014E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	47,1	0%	54,1	0%
EBIT	6,8	0%	8,6	0%
EPS	2,85	0%	3,61	0%
EPS*	2,85	0%	3,61	0%
DPS	0,70	0%	0,70	0%

\* bereinigt

Homepage: [www.gksoftware.de](http://www.gksoftware.de)  
 Branche: IT/Software

ISIN DE0007571424  
 Bloomberg GKS:GR  
 Reuters GKSG  
 Preis (24.06.13): € 29,50  
 Marktkapitalisierung € 53 Mio.  
 EV € 52 Mio.  
 Ø-Volumen (100 Tage) € 47.423  
 52W Hoch € 40,50  
 52W Tief € 27,00

**Finanzkalender**  
 28.08.2013 Q2-Bericht

### Aktionärsstruktur

GK Software Holding	52,3%
Scherzer & Co. AG	5,2%
R. Gläß	3,5%
S. Kronmüller	2,2%

### Kursentwicklung



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

## GK SOFTWARE AG

### Q1 keine Überraschung, der Blick richtet sich auf das zweite Halbjahr

In Q1 gelang GK SOFTWARE eine Umsatzsteigerung um 21,8%, die sich jedoch vor allem durch anorganische Effekte erklärt. Das angestammte Kerngeschäft ist auf Grund eines deutlich schwächeren Lizenzgeschäftes geschrumpft. Im nun negativen EBIT (€ -0,4 Mio. vs. € 1,4 Mio. im Vorjahreszeitraum) zeigt sich in erster Linie der Kapazitätsaufbau. Ein Anspringen des organischen Umsatzzuwachses - und damit eine hohe Auslastung der aufgebauten Kapazitäten - erwarten wir weiterhin erst in der zweiten Jahreshälfte: In Q2 dürften die Umsätze in etwa auf dem Niveau von Q1 liegen. Ab Q3 erwarten wir verstärkt (internationale) Lizenzumsätze aus der Kooperation mit SAP, hierbei würde es sich um hochmarginigen Umsatz handeln, der die Umsatzprofitabilität maßgeblich verbessern würde. Auf Basis unserer Schätzungen ist GK mit einem 2013 EV/Umsatz von 1,1 günstiger als die Peer-Unternehmen, auch die DCF-Analyse signalisiert Luft nach oben. Entscheidender Trigger für die Aktie bleiben internationale Vertriebsfolge, stellen sich diese in H2 ein dürfte das Vertrauen der Anleger zurückkehren.

### Investment Highlights

- Bei weiter anhaltender Investitionszurückhaltung der Einzelhandelsketten konnte GK SOFTWARE den Quartalsumsatz nur durch die übernommene AWEK-Gruppe (Umsatzvolumen Q1: € 2,5 Mio.) steigern. Während Wartung und Dienstleistungen organisch leichte Zuwächse zeigten, war der Einbruch bei den Lizenzen (€ 0,36 Mio. vs. € 1,67 Mio.) verantwortlich für den 13,1%igen Rückgang im Kerngeschäft GK/Retail.
- Abgesehen vom gegenwärtigen Investitionsstau bei strategischen IT-Projekten ist das allgemeine (Makro-)Umfeld durchaus günstig. Der Handel zeigt sich umsatzseitig ausgesprochen stabil, 43% der Handelsketten wollen laut Branchenerhebung 2013 mehr investieren als im Vorjahr. Trotz überalterter Lösungen (25% der Kassensysteme sind älter als 10 Jahre) ist es jedoch keineswegs ausgemachte Sache, dass diese Mehrinvestitionen in die IT fließen. Denn der Handel steht an einem Scheideweg: Es gilt zwar als sicher, dass Omni-Channel-Retailing-Ansätzen die Zukunft gehört, die Unklarheit bei der Ausgestaltung und fehlende Best-Practice-Projekte verlängern gegenwärtig jedoch noch die Saleszyklen. Wir sehen GK gut gerüstet was den Omni-Channel-Ansatz angeht, weshalb das Unternehmen von einem sich auflösenden Investitionsstau überproportional profitieren dürfte.
- Die Kooperation mit SAP hat einerseits die Erwartungen noch nicht voll erfüllt andererseits aber immerhin bereits zu 10 Projekten geführt. In diesem Jahr wurden bisher zwei GK/SAP-Projekte, Dohle (Q1) und Modis (Q2), vermeldet. Einen mittelfristigen Schub für die Kooperation erwarten wir durch die Mai 2013 geschlossene Resellervereinbarung für Nordamerika.

### Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2011	31,8	4,6	2,55	16,77	2,14	10,23	21,0%	17,4%
2012	28,4	0,7	0,38	100,8	2,39	86,58	2,8%	2,4%
2013e	47,1	5,1	2,85	10,35	1,11	7,67	14,5%	16,1%
2014e	54,1	6,5	3,61	8,17	0,97	6,06	16,0%	17,1%
2015e	59,5	8,1	4,50	6,55	0,88	4,90	18,0%	18,4%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**Erreichte Meilensteine  
im USA-Geschäft und ..**

**..gut gefüllte  
Auftragspipeline sollten  
spürbare Belebung im  
zweiten Halbjahr  
bringen**

Im US-Geschäft hat GK einige Meilensteine erreicht die sich bald in Umsätzen und Projekten materialisieren sollten. Die im Mai 2013 auf Nordamerika ausgedehnte Resellervereinbarung mit SAP wurde begleitet von einer Implementierungspartnerschaft mit RedIron, dem wichtigsten Implementierungspartner für die bisherige SAP-POS-Lösung (Triversity). RedIron hat mit 90% der großen Handelsketten, die diese Lösung einsetzen zusammengearbeitet. Dies lässt für die nähere Zukunft im US-Geschäft einiges erwarten, denn es ist zu vermuten, dass Handelsketten, die bisher die POS-Altlösung der SAP verwenden, bei einer Modernisierung der IT wegen der Integration in die SAP-ERP-Welt weiterhin eine Lösung aus der SAP-Welt wählen. Bei diesen Projekten würde GK über den Verkauf der eigenen Module partizipieren.

Die Vertriebssituation stellt sich nach Unternehmensangaben gut dar. Dies bezieht sich sowohl auf den direkten Vertrieb, als auch auf den Vertrieb durch Partner. Es gibt mehrere laufende Ausschreibungen in In- und Ausland bei denen GK mit der eigenen Lösungswelt gut aufgestellt ist. Gegenwärtig werden mehrere Implementierungspartner (darunter HP) auf die Einführung der GK/Retail-Lösung außerhalb der DACH-Region vorbereitet.

## ■ GuV in Euro Mio.

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>27,690</b>	<b>31,753</b>	<b>28,426</b>	<b>47,118</b>	<b>54,057</b>	<b>59,463</b>
Veraend. des Bestandes an fert./unfert. Erzeugnissen	0,000	0,000	-0,127	-0,211	-0,242	-0,266
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,649	1,489	0,748	0,679	0,779	0,857
Sonstige betriebliche Ertraege	1,368	0,729	1,658	1,248	1,432	1,575
<b>Gesamtleistung</b>	<b>29,706</b>	<b>33,971</b>	<b>30,704</b>	<b>48,834</b>	<b>56,026</b>	<b>61,629</b>
Materialaufwand	-1,540	-0,611	-0,673	-1,049	-0,393	-0,432
<b>Rohergebnis</b>	<b>28,166</b>	<b>33,360</b>	<b>30,031</b>	<b>47,785</b>	<b>55,633</b>	<b>61,196</b>
Personalaufwand	-14,840	-18,601	-19,773	-28,460	-32,726	-34,885
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-5,344	-6,158	-7,401	-9,859	-11,235	-12,284
<b>EBITDA</b>	<b>7,982</b>	<b>8,601</b>	<b>2,858</b>	<b>9,466</b>	<b>11,671</b>	<b>14,027</b>
Abschreibungen/Amortisation	-1,548	-1,947	-2,073	-2,634	-3,022	-3,324
<b>EBIT</b>	<b>6,435</b>	<b>6,654</b>	<b>0,785</b>	<b>6,832</b>	<b>8,649</b>	<b>10,703</b>
Finanzergebnis	-0,128	-0,085	0,035	0,024	0,044	0,136
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>6,307</b>	<b>6,569</b>	<b>0,819</b>	<b>6,857</b>	<b>8,693</b>	<b>10,840</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,836	-2,005	-0,144	-1,757	-2,228	-2,777
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,471</b>	<b>4,564</b>	<b>0,675</b>	<b>5,100</b>	<b>6,466</b>	<b>8,062</b>
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Bereinigtes Nettoergebnis</b>	<b>4,471</b>	<b>4,564</b>	<b>0,675</b>	<b>5,100</b>	<b>6,466</b>	<b>8,062</b>
Gewichtete Anzahl Aktien	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
<b>EPS (in Euro)</b>	<b>2,50</b>	<b>2,55</b>	<b>0,38</b>	<b>2,85</b>	<b>3,61</b>	<b>4,50</b>
<b>EPS bereinigt (in Euro)</b>	<b>2,50</b>	<b>2,55</b>	<b>0,38</b>	<b>2,85</b>	<b>3,61</b>	<b>4,50</b>
<b>DPS (in Euro)</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,10</b>	<b>0,70</b>	<b>0,71</b>	<b>0,88</b>

## ■ GuV in % vom Umsatz

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Gesamtleistung	107,3	107,0	108,0	103,6	103,6	103,6
Materialaufwand	-5,6	-1,9	-2,4	-2,2	-0,7	-0,7
<b>Rohergebnis</b>	<b>101,7</b>	<b>105,1</b>	<b>105,6</b>	<b>101,4</b>	<b>102,9</b>	<b>102,9</b>
Personalaufwand	-53,6	-58,6	-69,6	-60,4	-60,5	-58,7
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-19,3	-19,4	-26,0	-20,9	-20,8	-20,7
<b>EBITDA</b>	<b>28,8</b>	<b>27,1</b>	<b>10,1</b>	<b>20,1</b>	<b>21,6</b>	<b>23,6</b>
Abschreibungen/Amortisation	-5,6	-6,1	-7,3	-5,6	-5,6	-5,6
<b>EBIT</b>	<b>23,2</b>	<b>21,0</b>	<b>2,8</b>	<b>14,5</b>	<b>16,0</b>	<b>18,0</b>
Finanzergebnis	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>22,8</b>	<b>20,7</b>	<b>2,9</b>	<b>14,6</b>	<b>16,1</b>	<b>18,2</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuern	-6,6	-6,3	-0,5	-3,7	-4,1	-4,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>	<b>2,4</b>	<b>10,8</b>	<b>12,0</b>	<b>13,6</b>
Bereinigungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Bereinigtes Nettoergebnis</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>	<b>2,4</b>	<b>10,8</b>	<b>12,0</b>	<b>13,6</b>

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Kapitalflussrechnung

(in Mio. Euro)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,668</b>	<b>4,747</b>	<b>3,064</b>	<b>0,054</b>	<b>6,692</b>	<b>9,232</b>
<b>Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,709</b>	<b>-2,693</b>	<b>-3,988</b>	<b>-1,495</b>	<b>-1,715</b>	<b>-1,886</b>
<i>davon Capex</i>	<i>-2,980</i>	<i>-2,447</i>	<i>-4,048</i>	<i>-1,495</i>	<i>-1,715</i>	<i>-1,886</i>
<b>Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>3,844</b>	<b>-1,636</b>	<b>-2,673</b>	<b>-0,179</b>	<b>-1,251</b>	<b>-1,262</b>
<b>Veraenderung der Zahlungsmittel</b>	<b>2,805</b>	<b>0,417</b>	<b>-3,594</b>	<b>-1,620</b>	<b>3,727</b>	<b>6,083</b>
<b>Fluessige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>13,442</b>	<b>13,859</b>	<b>10,265</b>	<b>8,645</b>	<b>12,372</b>	<b>18,455</b>

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Bilanz in Euro Mio.

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Anlagevermoegen</b>	<b>13,166</b>	<b>13,664</b>	<b>15,770</b>	<b>19,630</b>	<b>18,323</b>	<b>16,885</b>
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	9,116	9,540	10,884	9,591	8,298	7,005
Sachanlagen	4,050	4,124	4,884	5,038	5,023	4,878
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,002	5,002	5,002	5,002
<b>Umlaufvermoegen</b>	<b>31,110</b>	<b>29,084</b>	<b>26,462</b>	<b>33,159</b>	<b>39,973</b>	<b>48,461</b>
Vorraete	0,000	0,000	1,019	1,688	1,937	2,131
Forderungen aus LuL	14,110	11,945	11,629	19,275	22,114	24,325
Sonstige Forderungen	3,558	3,279	3,550	3,550	3,550	3,550
Kasse und Wertpapiere	13,442	13,859	10,265	8,645	12,372	18,455
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,529</b>	<b>0,727</b>	<b>1,826</b>	<b>1,826</b>	<b>1,826</b>	<b>1,826</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>44,805</b>	<b>43,475</b>	<b>44,058</b>	<b>54,615</b>	<b>60,122</b>	<b>67,172</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>24,332</b>	<b>28,231</b>	<b>28,187</b>	<b>35,108</b>	<b>40,323</b>	<b>47,123</b>
Ruecklagen	24,332	28,231	28,187	35,108	40,323	47,123
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Rueckstellungen</b>	<b>0,921</b>	<b>1,109</b>	<b>4,271</b>	<b>4,353</b>	<b>4,439</b>	<b>4,529</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>17,060</b>	<b>11,462</b>	<b>10,114</b>	<b>13,668</b>	<b>13,874</b>	<b>14,034</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,983	5,243	3,475	6,475	6,475	6,475
Verbindlichkeiten aus LuL	0,476	0,329	0,843	1,397	1,603	1,763
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	10,601	5,891	5,795	5,795	5,795	5,795
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>2,491</b>	<b>2,672</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>	<b>1,487</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>44,805</b>	<b>43,475</b>	<b>44,058</b>	<b>54,615</b>	<b>60,122</b>	<b>67,172</b>

## ■ Bilanz in % des Gesamtvermögens

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Anlagevermoegen</b>	<b>29,4</b>	<b>31,4</b>	<b>35,8</b>	<b>35,9</b>	<b>30,5</b>	<b>25,1</b>
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	20,3	21,9	24,7	17,6	13,8	10,4
Sachanlagen	9,0	9,5	11,1	9,2	8,4	7,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	9,2	8,3	7,4
<b>Umlaufvermoegen</b>	<b>69,4</b>	<b>66,9</b>	<b>60,1</b>	<b>60,7</b>	<b>66,5</b>	<b>72,1</b>
Vorraete	0,0	0,0	2,3	3,1	3,2	3,2
Forderungen aus LuL	31,5	27,5	26,4	35,3	36,8	36,2
Sonstige Forderungen	7,9	7,5	8,1	6,5	5,9	5,3
Kasse und Wertpapiere	30,0	31,9	23,3	15,8	20,6	27,5
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>54,3</b>	<b>64,9</b>	<b>64,0</b>	<b>64,3</b>	<b>67,1</b>	<b>70,2</b>
Ruecklagen	54,3	64,9	64,0	64,3	67,1	70,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rueckstellungen</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>9,7</b>	<b>8,0</b>	<b>7,4</b>	<b>6,7</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>38,1</b>	<b>26,4</b>	<b>23,0</b>	<b>25,0</b>	<b>23,1</b>	<b>20,9</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	13,4	12,1	7,9	11,9	10,8	9,6
Verbindlichkeiten aus LuL	1,1	0,8	1,9	2,6	2,7	2,6
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	23,7	13,6	13,2	10,6	9,6	8,6
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
--	------	------	------	-------	-------	-------

### ■ Bewertungskennzahlen

Aktienkurs (in Euro)	50,00	42,75	42,75	29,50	29,50	29,50
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	89,5	76,5	76,5	52,8	52,8	52,8
Enterprise Value (in Euro Mio.)	82,4	68,1	61,0	52,4	52,4	52,4
EV/Umsatz	2,98	2,14	2,14	1,11	0,97	0,88
EV/EBITDA	10,3	7,9	7,9	5,5	4,5	3,7
EV/EBIT	12,8	10,2	10,2	7,7	6,1	4,9
P/E berichtet	20,0	16,8	16,8	10,4	8,2	6,6
P/E bereinigt	20,0	16,8	16,8	10,4	8,2	6,6
PCPS	15,1	11,4	11,4	6,8	5,5	4,6
KBV	3,7	2,7	2,7	1,5	1,3	1,1

### ■ Rentabilitaetskennzahlen

EBITDA-Marge	28,8%	27,1%	10,1%	20,1%	21,6%	23,6%
EBIT-Marge	23,2%	21,0%	2,8%	14,5%	16,0%	18,0%
Vorsteuer marge	22,8%	20,7%	2,9%	14,6%	16,1%	18,2%
Nettomarge	16,1%	14,4%	2,4%	10,8%	12,0%	13,6%
ROE	22,6%	17,4%	2,4%	16,1%	17,1%	18,4%
ROCE	38,5%	31,2%	3,8%	20,5%	21,4%	25,6%

### ■ Produktivitaetskennzahlen

Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	75,7	78,4	51,6	77,4	80,8	81,2
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	12,2	11,3	1,2	8,4	9,7	11,0
Anzahl Mitarbeiter	366	405	551	609	669	733

### ■ Finanzkennzahlen

Eigenkapitalquote	54,3%	64,9%	64,0%	64,3%	67,1%	70,2%
Gearing	-29,3%	-29,8%	-0,3%	-1,1%	-10,0%	-21,2%
Dividendenrendite	1,0%	1,2%	1,2%	2,4%	2,4%	3,0%

### ■ Cash-Flow Kennzahlen

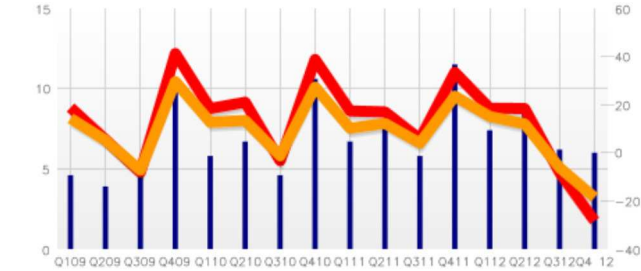
Cash-Flow pro Aktie	3,30	3,74	2,43	4,37	5,35	6,41
Free-Cash-Flow pro Aktie	1,64	2,37	1,28	3,53	4,39	5,36

### ■ Sonstige Kennzahlen

Abschreibungen/Umsatz	5,6%	6,1%	7,3%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	10,8%	7,7%	7,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Working Capital/Umsatz	49,2%	36,6%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%
Steuerquote	29,1%	30,5%	17,6%	25,6%	25,6%	25,6%

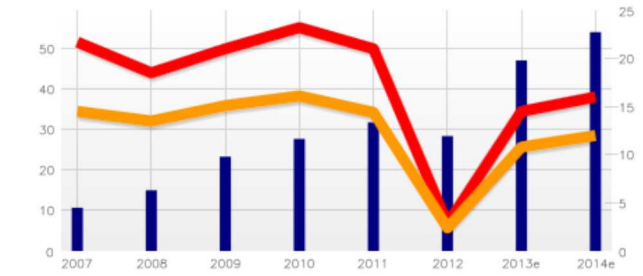
Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

Umsatz- und EBIT-Entwicklung (Quartalsübersicht)



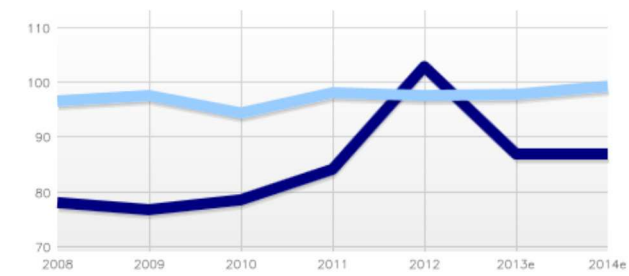
■ Umsatz in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ EBIT-Marge in % (Linie, rechte Achse)  
 ■ Nettomarge in % (Linie, rechte Achse)

Umsatz- und EBIT-Entwicklung (Jahresübersicht)



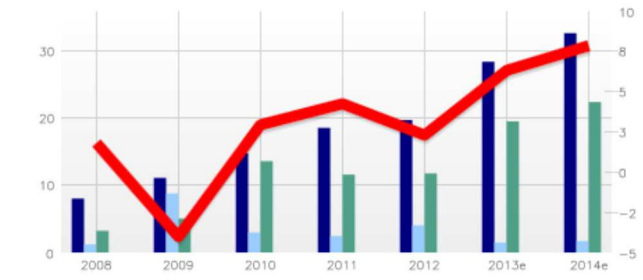
■ Umsatz in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ EBIT-Marge in % (Linie, rechte Achse)  
 ■ Nettomarge in % (Linie, rechte Achse)

Kosteneffizienz



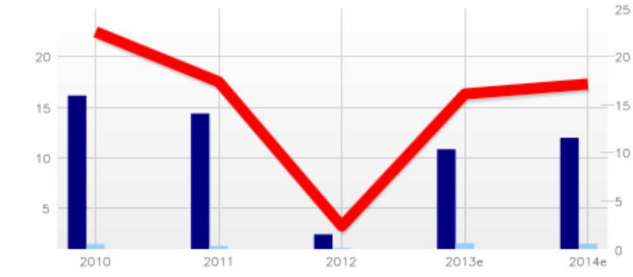
■ Operative Aufwendungen / Umsatz (Linie, linke Achse)  
 ■ Rohhertragsmarge in % (Linie, linke Achse)

Operativer Cash Flow



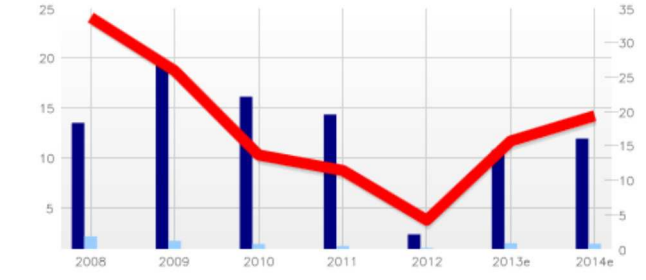
■ Personalaufwand in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ Capex in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ Delta Netto Working Capital in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ Free-Cash-Flow in Euro Mio. (Linie, rechte Achse)

ROE



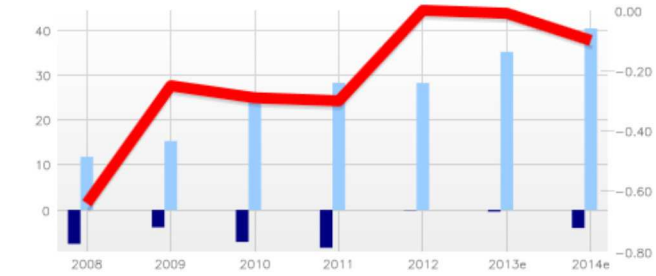
■ Nettomarge in % (Säule, linke Achse)  
 ■ EK Umschlagshäufigkeit (Säule, linke Achse)  
 ▼ ROE in % (Linie, rechte Achse)

Wertschöpfung



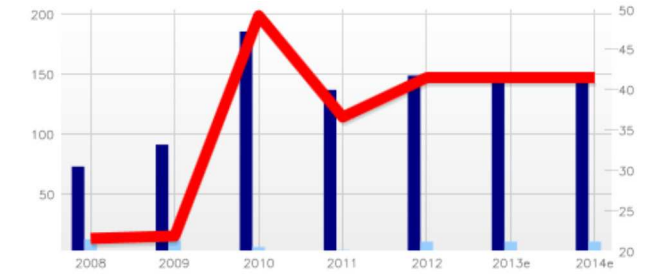
■ Nettomarge in % (Säule, linke Achse)  
 ■ EK Umschlagshäufigkeit (Säule, linke Achse)  
 ▼ EBITDA/Enterprise Value (Linie, rechte Achse)

Bilanzqualität



■ Nettoverschuldung in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ Eigenkapital in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ▼ Netto Gearing (Linie, rechte Achse)

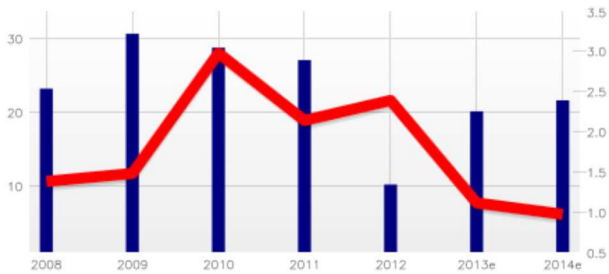
Working Capital Effizienz



■ DSO (Säule, linke Achse)  
 ■ DPO (Säule, linke Achse)  
 ▼ Netto Working Capital/Umsatz (Linie, rechte Achse)

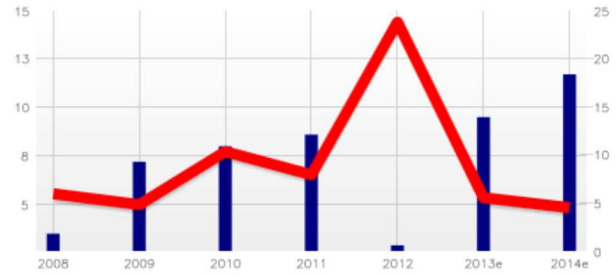


**EV/Umsatz**



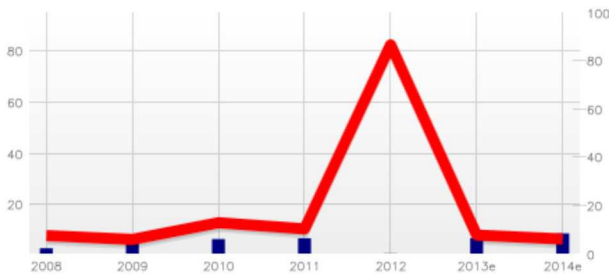
■ EBITDA-Marge in % (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/Umsatz (Linie, rechte Achse)

**EV/EBITDA**



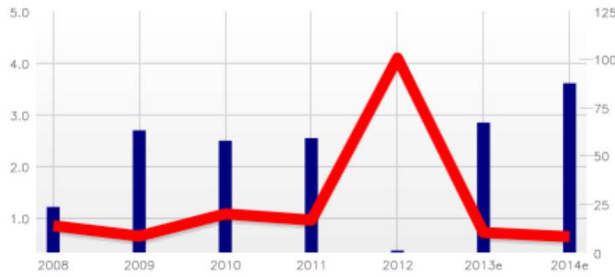
■ EBITDA in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/EBITDA (Linie, rechte Achse)

**EV/EBIT**



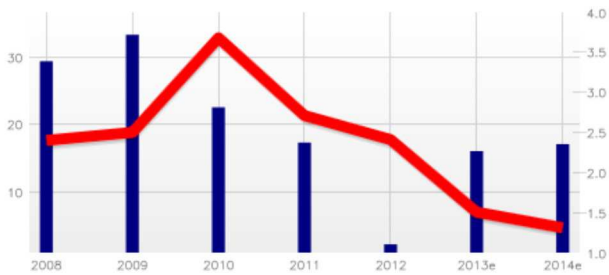
■ EBIT in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/EBIT (Linie, rechte Achse)

**KGV bereinigt**



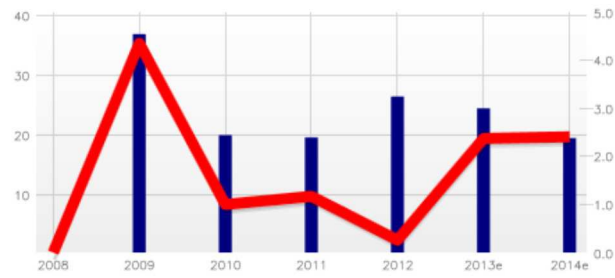
■ EPS bereinigt in Euro (Säule, linke Achse)  
 ■ KGV bereinigt (Linie, rechte Achse)

**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	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
GK SOFTWARE AG	15.04.2013	Kaufen	€ 46,75
GK SOFTWARE AG	13.05.2013	Kaufen	€ 46,75

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:  
(26.06.2013)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von  
Finanzinstrumenten:  
(Kurs vom 24.06.2013)**

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.