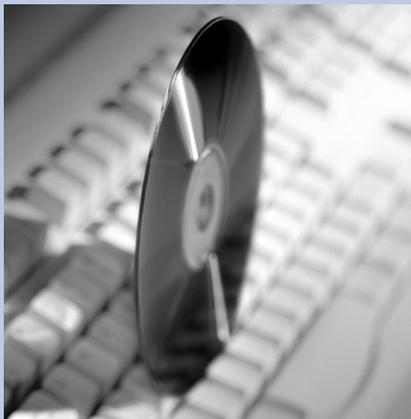


Datum **19.01.2011**



GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**
 Preis (17.01.11): **€ 50,50**
 Marktkapitalisierung **€ 91 Mio.**
 Streubesitz **42,62 %**

Finanzkalender

27.04.2011 GB 2010
 26.05.2011 Q1 Bericht
 16.06.2011 Hauptversammlung
 30.08.2011 Hj.-Bericht

Aktionärsstruktur

GK Software Holding **52,34%**
 R. Gläß **2,95%**
 S. Kronmüller **2,09%**

Kursentwicklung



Michael Vara

+49 (0)69 – 66 36 80 71
vara@vararesearch.de

Daniel Grossjohann

+49 (0)69 – 61 99 33 31
grossjohann@vararesearch.de

GK SOFTWARE AG

Kapitalerhöhung forciert Auslandswachstum

■ **Empfehlung: Halten** ■ **Kursziel: € 55,70**

Die jüngst vermeldeten Projekte, aber auch die gut gefüllte Pipeline sprechen dafür, dass in der DACH Region auch auf mittlere Sicht noch deutlich zweistellige Zuwachsraten für GK erreichbar sind. Langfristig liegen die Wachstumschancen des Unternehmens im Ausland, insbesondere in den USA als größtem Endmarkt. Vor diesem Hintergrund sehen wir die Dezember 2010 erfolgte Kapitalerhöhung als wichtigen Schritt, um die Auslandsexpansion, möglicherweise auch durch eine Akquisition, weiter zu beschleunigen. Das 2011er KGV von 19,6 impliziert, dass der Kapitalmarkt ein knapp 20%iges organisches Wachstum eingepreist hat. Wir sehen bei der GK SOFTWARE-Aktie leichtes Aufwärtspotenzial und empfehlen den Titel zu halten.

Investment Highlights

- Durch die Platzierung von 125.000 neuen Aktien zu € 50 (ohne Prospekt und ohne Bezugsrechte der Altaktionäre) bei institutionellen Investoren hat GK einen Bruttoerlös von € 6,25 Mio. erzielt. Wir haben in unserem Modell einen Nettozufluss von € 5,8 Mio. unterstellt. Diese Mittel sollen genutzt werden, um die Internationalisierung voran zu treiben. Positiv zu werten ist auch die Erhöhung des Streubesitzes auf jetzt 42,6%, die durch die Kapitalerhöhung und die Umplatzierung weiterer 58.300 Aktien aus dem Besitz der GK Software Holding erreicht wurde. Die Handelbarkeit der Aktie sollte sich hierdurch weiter verbessern.
- Mitte Dezember vermeldete GK SOFTWARE zwei weitere Aufträge aus dem Bereich Luxury. Die Douglas Tochter Juwelier CHRIST mit ihren 200 Filialen nimmt im Sommer 2011 die von GK SOFTWARE bereitgestellte Pilotfiliale in Betrieb. Neue Funktionen, wie der Zertifikatsdruck und die Kundenverwaltung, werden die bisherige GK/Retail-Lösung erweitern. Die Beauftragung kann als Vertrauensbeweis an GK SOFTWARE gesehen werden, nachdem sich mit der Parfümerie Douglas sowie Thalia bereits zuvor zwei Douglas-Töchter für GK entschieden hatten. Auch ein weiterer großer deutscher Uhrenhändler und Juwelier stattet die 100 Filialen seiner Kette mit der Lösung GK/Retail aus. Das Umsatzvolumen aus der Implementierung und dem Neulizenzverkauf bei diesem Kunden erwarten wir im mittleren sechsstelligen Eurobereich.
- Die Pipeline der GK SOFTWARE, in In- und Ausland ist gut gefüllt. Die Partnerschaft mit SAP ist dabei noch gar nicht voll zum Tragen gekommen. Die Produktevaluierung findet nach Abschluss des ersten gemeinsamen Projektes mit SAP (im ersten Halbjahr 2011) statt. Erst danach wird SAP die GK/Retail-Lösung aktiv vertreiben. Zentrale Stärken der GK Lösung liegen in dem technologischen Vorsprung ebenso wie in der effizienten Kostenstruktur.

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2008	15,0	2,0	1,22	13,92	1,38	7,46	18,5%	29,3%
2009	23,3	4,5	2,70	8,51	1,48	5,85	25,2%	33,2%
2010e	27,1	3,8	2,13	23,66	2,68	13,74	19,5%	19,8%
2011e	31,4	4,6	2,58	19,55	2,31	11,53	20,0%	18,5%
2012e	37,9	5,5	3,05	16,55	1,91	9,80	19,5%	19,0%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**Partnerabkommen mit
Bizerba**

**Weiterhin günstiges
Marktumfeld**

Mit dem führenden Hersteller von Einzelhandelswägesystemen Bizerba wurde ein weitreichendes Partnerabkommen geschlossen. Ziel ist die Entwicklung von GK/Retail Open Scale, einer Lösung, die direkt auf der Waagenhardware aufsetzt. Eine nahtlose End-to-End-Einbindung in die zentralen Systeme wird damit auch der letzten verbliebenen Insellösung, den Wägesystemen, ermöglicht.

Wettbewerber der GK SOFTWARE sind oftmals Serviceabteilungen großer Hardwarehersteller im Kassensbereich wie IBM oder Toshiba. IBM beispielsweise hat die Weiterentwicklung der eigenen Softwarelösungen vor ein paar Jahren eingestellt. Kurz- und mittelfristig ist die Lösung in der Lage die Bedürfnisse der (US-) Handelsketten weiter zu erfüllen, langfristig werden sich diese Ketten jedoch einen neuen Partner für ihre Softwareapplikationen suchen müssen. Alleine die Anzahl der von IBM ausgestatteten Kassen übersteigt die Anzahl der rund 75.000 GK-Installationen um ein Vielfaches. Die September 2010 erfolgte Zertifizierung von GK/Retail für das retailspezifische IBM-Betriebssystem 4690 Version 6 dürfte GK SOFTWARE helfen einen Teil der IBM Store Solution-Kunden zu gewinnen.

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	10,745	15,029	23,277	27,061	31,418	37,917
Bestandsveränderungen	-0,002	-1,260	-0,873	-1,089	-1,264	-1,525
Aktivierte Eigenleistungen	0,558	0,815	1,067	0,849	0,985	1,189
Sonstige betriebliche Erträge	0,379	0,424	0,826	1,009	1,172	1,414
Gesamtleistung	11,680	15,008	24,296	27,830	32,312	38,995
Materialaufwand	-0,486	-0,514	-0,561	-0,993	-0,996	-1,392
Rohergebnis	11,194	14,494	23,735	26,837	31,316	37,603
Personalaufwand	-6,152	-8,047	-12,117	-14,306	-16,685	-20,211
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwand	-2,183	-2,954	-5,448	-5,743	-6,592	-7,881
EBITDA	2,859	3,493	6,171	6,788	8,038	9,512
Abschreibungen/Amortisation	-0,527	-0,719	-1,281	-1,511	-1,755	-2,118
EBIT	2,332	2,775	4,890	5,277	6,284	7,394
Finanzergebnis	-0,115	0,090	0,143	0,190	0,334	0,423
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	2,217	2,864	5,033	5,467	6,617	7,817
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,656	-0,830	-1,516	-1,646	-1,993	-2,354
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	1,561	2,034	3,517	3,820	4,624	5,463
Bereinigungen	0,000	0,000	0,984	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,561	2,034	4,501	3,820	4,624	5,463
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,67	1,67	1,79	1,79	1,79
EPS	1,25	1,22	2,11	2,13	2,58	3,05
EPS bereinigt	1,25	1,22	2,70	2,13	2,58	3,05
DPS	0,64	0,00	1,00	0,67	0,81	0,97

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Anlagevermögen	3,748	4,226	12,743	12,952	13,194	13,487
Imm. Vermögensgegenstände	1,128	1,633	9,333	8,968	8,549	7,944
Sachanlagen	2,620	2,593	3,410	3,984	4,645	5,543
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	8,064	15,382	19,242	28,329	33,055	39,083
Vorräte	1,999	0,738	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	2,263	3,023	5,846	6,797	7,891	9,524
Sonstige Forderungen	0,898	2,765	2,759	3,207	3,724	4,494
Kasse und Wertpapiere	2,904	8,855	10,637	18,325	21,440	25,066
Sonstiges Aktiva	0,018	0,018	0,390	0,390	0,390	0,390
Summe Aktiva	11,830	19,626	32,375	41,670	46,639	52,960
Eigenkapital	2,081	11,782	15,300	23,255	26,681	30,702
Rücklagen	2,081	11,782	15,300	23,255	26,681	30,702
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,577	0,847	0,847	0,849	0,851	0,854
Verbindlichkeiten	8,388	5,803	14,953	16,291	17,831	20,129
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,376	1,256	6,724	6,724	6,724	6,724
Verbindlichkeiten aus LuL	0,471	0,526	0,774	0,900	1,045	1,261
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	6,541	4,021	7,455	8,667	10,063	12,145
Sonstige Passiva	0,784	1,193	1,276	1,276	1,276	1,276
Summe Passiva	11,830	19,626	32,375	41,670	46,639	52,960

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,920	1,427	5,662	5,273	6,311	7,478
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,046	-2,579	-9,363	-1,720	-1,997	-2,410
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,573	7,098	5,468	4,135	-1,198	-1,442
Veränderung der Zahlungsmittel	0,447	5,946	1,767	7,688	3,115	3,626
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,904	8,855	10,637	18,325	21,440	25,066

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen*

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Bewertungskennzahlen						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	-	28,31	38,30	90,40	90,40	90,40
Enterprise Value (in Euro Mio.)	-	20,71	34,38	78,79	78,79	78,79
EV/Umsatz	-	1,38	1,48	2,91	2,51	2,08
EV/EBITDA	-	5,93	4,81	11,61	9,80	8,28
EV/EBIT	-	7,46	5,85	14,93	12,54	10,66
KGV (berichtet)	-	13,92	10,89	23,66	19,55	16,55
KGV (bereinigt)	-	13,92	8,51	23,66	19,55	16,55
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	-	9,36	7,98	16,95	14,17	11,92
Kurs/Buchwert	-	2,40	2,50	3,89	3,39	2,94
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	26,6%	23,2%	30,7%	25,1%	25,6%	25,1%
EBIT-Marge	21,7%	18,5%	25,2%	19,5%	20,0%	19,5%
Vorsteuer marge	20,6%	19,1%	25,8%	20,2%	21,1%	20,6%
Nettomarge	14,5%	13,5%	19,3%	14,1%	14,7%	14,4%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	12,0%	n.m.	15,6%	16,2%	15,5%
ROE	88,7%	29,3%	33,2%	19,8%	18,5%	19,0%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	76,8	79,7	80,0	80,4	86,2	96,3
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,2	10,8	15,5	11,4	12,7	13,9
Anzahl Mitarbeiter	140	189	291	337	364	394
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	17,6%	60,0%	47,3%	55,8%	57,2%	58,0%
Gearing	-70,9%	-64,1%	-25,3%	-49,7%	-55,0%	-59,6%
Dividendenrendite	-	0,0%	4,3%	1,3%	1,6%	1,9%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	1,57	1,82	2,88	2,98	3,56	4,24
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,52	1,09	-2,41	2,35	2,84	3,28
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,9%	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	24,3%	8,1%	37,8%	6,4%	6,4%	6,4%
Working Capital/Umsatz	5,9%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	29,6%	29,0%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%

*Basierend auf bereinigten Zahlen

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH
Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst,
und Michael Vara, Analyst und Geschäftsführer der Vara Research GmbH

Die Vara Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	19.12.2008	Kaufen	€ 28,45
GK SOFTWARE AG	27.03.2009	Kaufen	€ 28,45
GK SOFTWARE AG	14.05.2009	Kaufen	€ 21,60
GK SOFTWARE AG	16.06.2009	Kaufen	€ 21,60
GK SOFTWARE AG	14.09.2009	Kaufen	€ 23,00
GK SOFTWARE AG	29.10.2009	Kaufen	€ 37,75
GK SOFTWARE AG	14.12.2009	Halten	€ 38,60
GK SOFTWARE AG	02.02.2010	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

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:

(19.01.2011)

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

(Schlusskurse vom 17.01.2011)

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Vara Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und der ICF Kursmakler AG eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten, Wertpapierhandelsbanken und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

Die Vara Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen

- **verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten.**
- **betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,**
- **waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,**
- **waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,**
- **haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.**

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der Vara Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der Vara Research GmbH zulässig.
3. Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.
4. Dieses von Vara Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.