

Datum **21.06.2010**



GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**
 Preis (16.06.10): **€ 50,37**
 Marktkapitalisierung **€ 84 Mio.**
 Streubesitz **34,82 %**

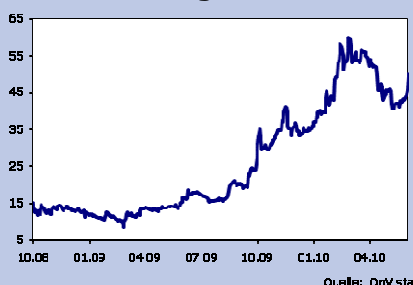
Finanzkalender

26.08.2010 Halbjahresbericht

Aktionärsstruktur

GK Software Holding **59,76%**
 R. Gläß **3,17%**
 Deutsche Asset Mgmt. **3,15%**
 Universal Inv. Ges. **3,02%**
 S. Kronmüller **2,25%**

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

2010 werden Weichen für weiteres Wachstum gelegt

■ **Empfehlung: Halten** ■ **Kursziel: € 50,85**

Das erste Quartal lag im Rahmen unserer Erwartungen. Im Zuge der Kurskorrektur an den Märkten (Eurokrise) hat die GK-Aktie einen Teil ihrer seit Jahresanfang 2010 erzielten Kursgewinne zeitweise wieder abgegeben. Nach dem enormen Umsatzzuwachs in 2009 (+55%) erwarten wir in 2010 ein Zwischenjahr mit moderatem Wachstum (2010e: 7,3%). In den Jahren 2007 bis 2010e liegt das jährliche Durchschnittswachstum somit bei gut 30%. Die mittelfristige Wachstumsstory basiert auf der Vertriebspartnerschaft mit SAP, ist weiter intakt. Unseres Erachtens ist die GK-Aktie trotz des recht hohen 2010er KGVs von 24 fair bewertet. Wir sehen den fairen Wert bei € 50,85 und empfehlen die Aktie weiter zu Halten (zuvor: Halten).

Investment Highlights

- Im ersten Quartal zeigte GK SOFTWARE einen 25,3%igen Umsatzzuwachs. Zum Wachstum trug insbesondere die Erstkonsolidierung des Solquest-Zukaufes bei. Dieser Effekt wird im Gesamtjahr geringer ausfallen. Das organische Wachstum in Q1 lag bei 8%. EBIT und EPS stiegen um 22,5% bzw. 12,8%. Die EBIT-Marge lag mit 18,4% leicht unter Vorjahr (18,9%), aber auf dem für das Gesamtjahr angestrebten Wert. Margenbelastend wirkte hierbei die Solquest-Übernahme, auf Grund dessen die Personalkosten überproportional anstiegen, sowie der Aufbau von Vertriebskapazitäten im Ausland.
- Gegenwärtig befindet sich das Unternehmen in mehreren Ausschreibungen in guter Position. Da sich die Akquisition neuer Aufträge im Handel üblicherweise über mehrere Monate erstreckt, sind weitere Deals über die SAP-Partnerschaft nach dem EDEKA-Projekt frühestens ab der zweiten Jahreshälfte zu erwarten. Mittelfristig sollte die Vertriebspartnerschaft zu SAP der Schlüssel für größere Aufträge im Ausland werden. Um Abhängigkeit zu vermeiden baut GK parallel auch den eigenen Vertrieb weiter aus, die Partnerschaft kann hier als Türöffner zu den großen Handelskonzernen dienen.
- GK treibt die eigene Internationalisierung weiter voran. Die Kosten für den Ausbau der Vertriebskapazitäten in USA, Russland und Großbritannien beliefen sich im ersten Quartal auf knapp € 0,25 Mio. In Russland wurde nach erfolgreichem Pilotprojekt bereits ein erster Großauftrag durch einen führenden Einzelhändler mit 1.000 Filialen erteilt. Mit dem dänischen Bestandskunden Jysk Nordic wurden planmäßig Pilotmärkte in China und Bosnien eröffnet. Für den Kunden Hornbach wurde mit der Vorbereitung erster Länderversionen begonnen.

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2008	15,0	2,0	1,22	13,92	1,9	10,2	18,5	29,3
2009	23,3	4,5	2,70	8,51	1,6	6,5	25,2	33,2
2010e	25,0	3,5	2,09	24,10	3,1	16,1	19,5	21,5
2011e	28,9	4,1	2,44	20,65	2,7	13,9	19,5	21,8
2012e	33,7	4,8	2,87	17,57	2,3	11,9	19,5	21,8

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	10,745	15,029	23,277	24,971	28,936	33,744
Bestandsveränderungen	-0,002	-1,260	-0,873	-0,612	-0,709	-0,827
Aktivierte Eigenleistungen	0,558	0,815	1,067	1,196	1,385	1,616
Sonstige betriebliche Erträge	0,379	0,424	0,826	0,974	1,129	1,317
Gesamtleistung	11,680	15,008	24,296	26,528	30,741	35,849
Materialaufwand	-0,486	-0,514	-0,561	-0,987	-1,144	-1,334
Rohergebnis	11,194	14,494	23,735	25,541	29,597	34,515
Personalaufwand	-6,152	-8,047	-12,117	-13,334	-15,526	-18,181
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwand	-2,183	-2,954	-5,448	-5,944	-6,812	-7,869
EBITDA	2,859	3,493	6,171	6,264	7,259	8,465
Abschreibungen/Amortisation	-0,527	-0,719	-1,281	-1,395	-1,616	-1,885
EBIT	2,332	2,775	4,890	4,869	5,642	6,580
Finanzergebnis	-0,115	0,090	0,143	0,110	0,169	0,249
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	4,979	5,811	6,829
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,656	-0,830	-1,516	-1,500	-1,750	-2,057
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	1,561	2,034	3,517	3,480	4,061	4,772
Bereinigungen	0,000	0,000	0,984	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,561	2,034	4,501	3,480	4,061	4,772
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67
EPS	1,25	1,22	2,11	2,09	2,44	2,87
EPS bereinigt	1,25	1,22	2,70	2,09	2,44	2,87
DPS	0,64	0,00	1,00	0,65	0,75	0,90

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Anlagevermögen	3,748	4,226	12,743	12,872	13,023	13,197
Imm. Vermögensgegenstände	1,128	1,633	9,333	8,968	8,549	7,944
Sachanlagen	2,620	2,593	3,410	3,905	4,474	5,254
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	8,064	15,382	19,242	21,528	25,756	30,803
Vorräte	1,999	0,738	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	2,263	3,023	5,846	6,272	7,268	8,475
Sonstige Forderungen	0,898	2,765	2,759	2,959	3,429	3,999
Kasse und Wertpapiere	2,904	8,855	10,637	12,297	15,059	18,329
Sonstiges Aktiva	0,018	0,018	0,390	0,390	0,390	0,390
Summe Aktiva	11,830	19,626	32,375	34,791	39,168	44,390
Eigenkapital	2,081	11,782	15,300	17,114	20,088	23,608
Rücklagen	2,081	11,782	15,300	17,114	20,088	23,608
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	15,552	16,953	18,653
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,376	1,256	6,724	6,724	6,724	6,724
Verbindlichkeiten aus LuL	0,471	0,526	0,774	0,830	0,962	1,122
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	6,541	4,021	7,455	7,998	9,268	10,808
Sonstige Passiva	0,784	1,193	1,276	1,276	1,276	1,276
Summe Passiva	11,830	19,626	32,375	34,791	39,168	44,390

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	4,849	5,615	6,581
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,046	-2,579	-9,363	-1,524	-1,766	-2,060
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,573	7,098	5,468	-1,665	-1,087	-1,252
Veränderung der Zahlungsmittel	0,447	5,946	1,767	1,660	2,762	3,270
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,904	8,855	10,637	12,297	15,059	18,329

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen*

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	26,6%	23,2%	30,7%	25,1%	25,1%	25,1%
EBIT-Marge	21,7%	18,5%	25,2%	19,5%	19,5%	19,5%
Vorsteuer marge	20,6%	19,1%	25,8%	19,9%	20,1%	20,2%
Nettomarge	14,5%	13,5%	19,3%	13,9%	14,0%	14,1%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	12,0%	n.m.	15,8%	15,9%	15,7%
ROE	88,7%	29,3%	33,2%	21,5%	21,8%	21,8%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	76,8	74,9	80,0	74,2	79,4	85,7
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,2	10,1	15,5	10,3	11,1	12,1
Anzahl Mitarbeiter (Durchschnitt)	140	201	291	337	364	394
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	17,6%	60,0%	47,3%	49,2%	51,3%	53,2%
Gearing	-70,9%	-64,1%	-25,3%	-32,3%	-41,2%	-48,9%
Dividendenrendite	n.a.	0,0%	4,3%	1,3%	1,5%	1,8%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	1,57	1,82	2,88	2,93	3,41	4,00
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,52	1,09	-2,41	2,37	2,77	3,18
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,9%	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	24,3%	8,1%	37,8%	6,1%	6,1%	6,1%
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%
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	n.m.	1,88	1,65	3,14	2,71	2,32
EV/EBITDA	n.m.	8,10	5,35	12,50	10,79	9,25
EV/EBIT	n.m.	10,20	6,52	16,08	13,88	11,90
P/E berichtet	n.m.	13,92	10,89	24,10	20,65	17,57
P/E bereinigt	n.m.	13,92	8,51	24,10	20,65	17,57
PCPS	n.m.	9,36	7,98	17,20	14,77	12,59

*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	21.10.2008	Kaufen	€ 28,45
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

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:
(21.06.2010)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
(Schlusskurse vom 16.06.2010)

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.