

**Kaufen** Ersteinschätzung

**Kursziel EUR 28,00**

**Kurs** EUR 11,30  
**Bloomberg** GKS GR  
**Reuters** GKSG  
**Branche** Software

**Die GK Software ist ein Softwareproduktunternehmen mit den typischen Umsätzen aus Services, Lizenzen und Wartung. Das Unternehmen bietet führende Lösungen für den Einzelhandel.**



Aktien Daten: 08.01.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 18,8 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 9,8 Mio  
**Buchwert:** EUR 12,2 Mio  
**Aktienanzahl:** 1,7 Mio

**Aktionäre:**  
GK Software Holding 70,6 %  
Free Float 24,9 %  
Rainer Gläß 2,3 %  
Stephan Kronmüller 2,3 %

**Termine:**  
Zahlen 2008 16.04.2009  
Zahlen Q1 14.05.2009  
HV 11.06.2009  
Zahlen Q2 13.08.2009

Änderung	2008e		2009e		2010e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
<b>Umsatz</b>	15,0	-	15,8	-	17,1	-
<b>EBIT</b>	3,0	-	3,5	-	4,4	-
<b>EPS</b>	1,42	-	1,63	-	2,01	-

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 09.01.2009  
Analyst:  
Felix Ellmann +49 (0)40-30 95 37 - 120  
ellmann@ses.de

## Besser handeln

Die GK Software ist führender **Softwareanbieter für den Einzelhandel**. Die Zahl der Installationen der GK Software beträgt über 55.000 in 22 Ländern (12.500 Filialen). Die Lösungen der GK Software ermöglichen es neben den Standardprozessen des Einzelhandels auch spezielle Anforderungen wie Bonusprogramme, Fiskalspeicherung und die nahtlose Integration in Backend-Lösungen zu gewährleisten. 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. Gleichzeitig ist sie hochgradig integrationsfähig. Das führt zu **geringen Implementationskosten**.

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 Nordich...) sprechen eine andere Sprache: Dank hohem Standardisierungsgrad und starker Fokussierung werden die Lösungen innerhalb von 12-15 Monaten implementiert. Gleichzeitig liegen die Personalkosten bei GK Software rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmanufaktur eines großen Systemintegrators. Die geografisch günstige Lage und hochqualifizierte Mitarbeiter aus Osteuropa ermöglichen insgesamt **systematisch niedrige Kosten**, die an den preissensiblen Einzelhandelskunden weitergeleitet werden können.

In den vergangenen Jahren konnte GK Software daher auch **sehr stark wachsen (60% CAGR im Umsatz von 2004-2008e)**. Im Rahmen dieser guten Entwicklung konnte auch die Anzahl installierter Lösungen und damit die Wartungseinnahmen deutlich erhöht werden (Schätzung der Wartungseinnahmen für 2009 liegt bei rund EUR 2,6 Mio.). Für 2009 wird bei GK Software konjunkturbedingt ein moderates Wachstum des Umsatzes erwartet. Da die Personalplanung bei GK Software opportunistisch am Projektbedarf erfolgt, wird lediglich mit einem moderaten Ergebnisanstieg in 2009 gerechnet.

Bewertungsseitig stellt sich die GK Software damit ausgesprochen attraktiv dar: Vor dem Hintergrund einer Nettoliquidität von EUR 11 Mio. wird die Aktie derzeit nur mit 4x EV/EBIT 2009 bewertet. **Der EV liegt gerade einmal bei dem 3fachen des für 2009 erwarteten (wiederkehrenden) Wartungsumsatzes**. Das Kursziel auf Basis eines DCF-Modells wird bei 28 EUR angesetzt. Die Ersteinschätzung lautet Kaufen.

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>31.12.</b>						
<b>Umsatz</b>	4,2	7,1	10,7	15,0	15,8	17,1
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	69,7 %	51,8 %	39,3 %	5,6 %	8,0 %
<b>Rohhertrag</b>	4,8	8,1	10,8	13,9	15,6	17,0
<i>Rohmarge</i>	115,1 %	115,1 %	100,7 %	93,0 %	98,5 %	99,5 %
<b>EBITDA</b>	0,7	1,9	2,9	3,9	4,8	5,8
<i>EBITDA-Marge</i>	16,9 %	27,4 %	26,6 %	26,3 %	30,4 %	34,0 %
<b>EBIT</b>	0,5	1,6	2,3	3,0	3,5	4,4
<i>EBIT-Marge</i>	12,5 %	22,6 %	21,7 %	20,2 %	22,3 %	25,9 %
<b>Jahresüberschuss</b>	0,3	0,9	1,6	2,4	2,7	3,4
<b>EPS</b>	1,94	6,18	312,26	1,42	1,63	2,01
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	7,34	0,73	-138,62	-0,16	0,65	1,03
<b>Dividende</b>	0,00	5,33	36,86	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	47,2 %	326,2 %	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	4,2	2,4	1,6	0,7	0,6	0,4
<b>EV/EBITDA</b>	24,6	8,9	6,1	2,5	1,8	1,2
<b>EV/EBIT</b>	33,2	10,8	7,4	3,2	2,5	1,6
<b>KGV</b>	5,8	1,8	0,0	8,0	6,9	5,6
<b>ROCE</b>	63,5%	88,8%	58,3%	29,4%	21,0%	22,3%
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	4,1%	11,2%	16,5%	40,3%	55,2%	83,1%

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 11,30

---

<b>Equity Story</b>	<b>3</b>
Einzigartig positioniert	3
Konjunkturelle Situation spiegelt sich in Prognose wider	3
Aktie deutlich unterbewertet	4
<b>Wettbewerbsqualität</b>	<b>5</b>
Führende Technologie	5
Internationale Einsetzbarkeit	6
Ausgewiesene Projektmanagementkompetenz	6
Erhebliche Kostenvorteile für den Kunden	6
Absolut hervorragende Referenzen	6
<b>Finanzen</b>	<b>8</b>
Aktuelle Geschäftsentwicklung	8
IT für den Einzelhandel: Moderates, stabiles Wachstum	8
Entwicklung des Umsatzes	9
Kostenentwicklung	10
Bilanz	12
<b>Bewertung</b>	<b>13</b>
Free Cash Flow Yield	13
DCF-Modell	13
Peer Group	14
<b>Newsflow</b>	<b>17</b>
Solide Zahlen	17
Weitere Projekterfolge	17
<b>Unternehmen &amp; Produkte</b>	<b>18</b>
Unternehmenshintergrund	18
Produkte und Services	18
Unternehmensstruktur	19
Aktionäre	19
<b>Kennzahlen</b>	<b>21</b>

---

Die 1990 gegründete GK Software AG zählt zu den führenden inländischen Softwareanbietern für den Einzelhandel. Der Umsatz teilt sich nach dem Muster eines typischen Softwareproduktunternehmens in Dienstleistungen, Lizenzen und Wartung auf. Das Unternehmen ist seit Juni 2008 an der Börse notiert und beschäftigt derzeit etwa 199 Mitarbeiter. Mit den Lösungen der GK Software können die technischen Anforderungen des modernen Einzelhandels optimal abgebildet werden. Gleichzeitig sind die Infrastrukturkosten dank Java-basierter Lösungen minimal. Bei nachgewiesener Umsetzungskompetenz kann GK Software zudem günstige Personalkosten an Kunden weiterleiten. Diese Faktorenkombination ist Grundlage einer beeindruckenden Erfolgsgeschichte. In den vergangenen Jahren konnte GK Software sehr stark wachsen (60 % CAGR im Umsatz von 2004-2008e).

### **Einzigartig positioniert**

- Der Markt für IT-Projekte im Einzelhandel ist hart und umkämpft. Die GK Software kann jedoch einige strukturelle Wettbewerbsvorteile aufweisen, die im Wettbewerb in dieser Kombination einzigartig sind:
- **Führende Technologie:** Die Software ist vollständig in Java programmiert und dadurch betriebssystem- und plattformunabhängig. Gerade im Einzelhandel ist dieser schlanke und flexible Ansatz gegenüber schwerfälligen Standardlösungen anderer Hersteller sehr vorteilhaft. In Verbindung mit der Releasefähigkeit der Lösungen und der damit verbundenen Investitionssicherheit bildet GK Software die Anforderungen des Einzelhandels an IT optimal ab.
- **Ausgewiesene Projektmanagementkompetenz:** Der hohe Standardisierungsgrad und die starke Fokussierung des Produktes der GK Software ermöglicht eine schnelle Projektumsetzung.
- **Preisführerschaft:** Die Personalkosten (wichtigste Kostenkomponente bei IT-Projekten) liegen bei GK Software aufgrund der geografisch günstigen Lage und hochqualifizierter Mitarbeiter aus Osteuropa, schätzungsweise rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmannschaft eines großen Systemintegrators. Dieser Kostenvorteil kann an den Kunden weitergeleitet werden und bedeutet einen ganz erheblichen Wettbewerbsvorteil.
- **Hervorragende Referenzen:** Die Kundenliste der GK Software beinhaltet viele der wichtigsten Namen des Einzelhandels (Hornbach, Kaufhof, Douglas, Netto, Tchibo, T-Punkt, Thalia, JYSK Nordich...) und zeigt, dass die Lösungen der GK Software absolut führend sind. Für potenzielle Neukunden hat dies eine Signalwirkung. Die Zahl der Installationen der GK Software beträgt über 55.000 in 22 Ländern. Damit werden 12.500 Filialen betreut, davon allein 10.200 in Deutschland.

### **Konjunkturelle Situation spiegelt sich in Prognose wider**

In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres konnte die GK Software den Umsatz um 44% steigern und das EBIT erhöhte sich um 84% und erreichte ein Niveau von EUR 2,1 Mio. Die Wachstumsgeschichte der GK Software bleibt damit intakt.

Wie sich die aktuelle Konjunkturlage auf den Einzelhandel und dessen Bereitschaft in IT zu investieren auswirkt, ist schwer einzuschätzen. Die Notwendigkeit effizienter Strukturen und wertschaffender Kundenbindung ist aber gerade in Krisenzeiten gegeben. Basis des Prognosemodells bildet jedoch die Annahme rückläufiger Neuprojekte in 2009. Ab 2010 wird eine leichte Verbesserung der Situation antizipiert.

Treiber für weitere Anspruchsvolle IT-Projekte im Handel sind: **Internationalisierung** (Länderversionen, Fiskalisierung, zentrale Steuerung und Parametrisierung...), **Profilierung im Wettbewerb** (Service, Trennung von Scannen/Kassieren bis hin zum Self-Checkout...) und **Kundenbindung** (Loyalty- und Bonussysteme (z.B. Kundenkarten), Rabatte und Aktionen, Mobile-Payment...)

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>10,7</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,1</b>
<b>Rohertrag</b>	<b>4,8</b>	<b>8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>13,9</b>	<b>15,6</b>	<b>17,0</b>
Personalaufwendungen	3,1	4,9	6,2	8,2	8,9	9,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	1,5	2,2	2,2	2,4	2,6
<b>EBITDA</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Aktie deutlich unterbewertet**

Die GK Software ist am 19.06.08 nach einer Senkung der Bookbuilding-Spanne zu EUR 21 an der Börse eingeführt worden. Seitdem litt der Kurs unter einem sehr schlechten Marktumfeld. Die Aktie ist derzeit ausgesprochen attraktiv bewertet. Selbst unter Berücksichtigung einer deutlichen konjunkturellen Abkühlung in den Ertragsprognosen ergibt sich auf derzeitigem Niveau eine deutliche Unterbewertung (relativ und absolut):

- das DCF-Modell indiziert einen fairen Wert von EUR 28
- der FCF-Yield 2008e signalisiert ein Kursziel von EUR 29.
- ein Peer-Group-Vergleich zeigt, dass GK Software auch relativ betrachtet unterbewertet ist.

Die aktuelle Bewertungssituation ist vor diesem Hintergrund besonders attraktiv. Sowohl die Vergleichsgruppe als auch DCF/FCF indizieren deutliche Unterbewertungen. Das Kursziel wird mit EUR 28 angesetzt.

- 
- **Wettbewerbsvorteile der GK liegen in der Qualität der Software und der Projektmanagementkompetenz.**
  - **Gleichzeitig weist GK einen regional bedingten, strukturellen Kostenvorteil gegenüber Konkurrenten auf.**
  - **Verbunden mit einem hohen Standardisierungsgrad des Produktes ergibt sich eine sehr vorteilhafte Positionierung.**
- 

GK Software ist ein führender Anbieter von Software für Filialbetriebe im Einzelhandel. Die 1990 gegründete Firma kann heute eine Vielzahl bedeutender Referenzen vorweisen. GK Software ist dabei spezialisiert auf den Einzelhandel, für den die IT die maßgebliche technische Komponente des Kundenservice darstellt.

Der Wettbewerb um IT-Projekte im Einzelhandel ist hart. GK Software steht hierbei vor allem im Wettbewerb zu drei Gruppen von Anbietern:

- **Komplettanbieter von Kassensystemen mit Software:** Anbieter dieser Gruppe sind beispielsweise Wincor-Nixdorf, IBM oder NCR. Während IBM mit dritten Softwareanbietern wie GK Software zusammenarbeitet, bieten Wincor und NCR eigene Lösungen an.
- **Multinationale Softwareanbieter:** Zu den multinationalen Softwareanbietern mit Kompetenzen im Einzelhandel gehören vor allem die SAP AG (Lösung: SAP POS), Oracle (Lösung: 360commerce) und Microsoft.
- **Spezialisierte Softwareanbieter:** Bei den auf den Einzelhandel spezialisierten Softwareanbietern ist vor allem Torex Retail zu nennen. Daneben gibt es noch kleinere Anbieter wie die SOL-QUEST GmbH, PCMS oder Höltl.

GK Software kann sich, trotz intensiven Wettbewerbs, aufgrund einiger spezifischer Faktoren sehr erfolgreich im Wettbewerb durchsetzen:

## Führende Technologie

Die Produkte der GK Software sind technologisch führend. Dies begann mit der ersten produktiven Java-basierten Kassen-Softwarelösung in Europa im Jahr 1998. Die Software ist vollständig **in Java programmiert** und ist dadurch betriebssystem- und plattformunabhängig. Besonders im Hinblick auf die Verwendung von bereits vorhandenen Infrastrukturen und der Einbeziehung lizenzfreier Technologien ist Java wichtig. Es ist für die Nutzer der GK Software zum Beispiel nicht notwendig, für jeden Anwender eine Windows-Lizenz zu erwerben. Die Software verwendet zudem durchgängig offene Schnittstellen, was eine hohe Kompatibilität zu Datenbanken sowie ERP- und CRM-Systemen dritter Hersteller ermöglicht.

Auch die Softwarearchitektur, da sie Benutzeroberfläche, Businesslogik und Datenhaltung trennt, ist sehr fortschrittlich und entwicklerfreundlich. Sie ist zudem komponentenbasiert, SOA-fähig und unterstützt die Standards für Webservices.

Besonderes Spezifikum der Software ist **Echtzeitkommunikation** zwischen den Komponenten eines Filialsystems. Nach aktuellem Kenntnisstand bietet kein Wettbewerber die gleichen Technologien durchgängig in einer Einzelhandelssoftware an.

Auch die **Releasefähigkeit** spricht für die Lösungen der GK Software. Im Gegensatz zu vielen Wettbewerbern, die projektbasierte proprietäre Lösungen erstellen, verfügt die GK über eine modular aufgebaute Standardsoftware. Rund 90.000 in der Software konfigurierbare Parameter reduzieren den Customisierungsaufwand auf ein Minimum. Der Entwicklungsaufwand pro Kunde kann hierdurch erheblich reduziert werden. Aufgrund der Plattformunabhängigkeit der Software von Hardware- und Betriebssystemen ist die GK Software flexibel in der Wahl von Vertriebspartnern im Bereich der Soft- und Hardware. So können beispielsweise die Kassenanbieter auf der einen, als auch ERP-Softwareanbieter auf der anderen Seite als Partner der GK

Software fungieren. Für den potentiellen Kunden bedeutet dies Herstellerunabhängigkeit und die Option auf einen Best-of-breed-Ansatz.

## Internationale Einsetzbarkeit

GK Software begleitet die Kunden bei der Auslandsexpansion. Die internationale Einsetzbarkeit der Software ist für manche Einzelhandelskunden ein weiterer wesentlicher Vorteil, denn die Einsetzbarkeit der Software in Fiskalländern (Länder, in denen die Zertifizierung durch die Finanzbehörden erforderlich ist) hebt GK Software ebenfalls von der Konkurrenz ab. Fiskalländer erfordern steuerrechtlich eine manipulations sichere Zahlungsabwicklung. GK Software kann länderspezifische Fiskalumgebungen in derzeit 22 Länderversionen in ihren Softwareprodukten abbilden.

## Ausgewiesene Projektmanagementkompetenz

Der hohe Standardisierungsgrad und die starke Fokussierung des Produktes der GK Software ermöglicht eine schnelle Projektumsetzung. In der Regel werden drei bis sechs Monate bis zur Verfügbarkeit der ersten voll produktiven Filiale benötigt (sog. Pilotphase). Bis zur vollständigen Auslieferung des Projekts vergehen üblicherweise lediglich 12 bis 15 Monate. Viele der Wettbewerber schaffen es im Gegensatz zu GK Software oft nicht, die eng kalkulierten Softwareprojekte in Time & Budget zu übergeben. Von der nachgewiesenen Umsetzungskompetenz, belegt durch zahlreiche Referenzprojekte, profitiert GK Software im Wettbewerb erheblich.

## Erhebliche Kostenvorteile für den Kunden

GK Software kann standortbedingt viele Mitarbeiter aus dem benachbarten Tschechien rekrutieren. Bei den sehr eng kalkulierten Softwareprojekten ist dies neben den bereits beschriebenen kostenoptimalen Produkteigenschaften der wichtigste Faktor um Projekte kostengünstig anbieten zu können. Die Personalkosten von etwa TEUR 44 pro MA/Jahr, die wichtigste Kostenkomponente bei IT-Projekten, liegen bei GK Software schätzungsweise rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmannschaft eines großen Systemintegrators. Dieser erhebliche Kostenvorteil aus sehr günstigen Personalstrukturen verbunden mit einem hohen Standardisierungsgrad des Produktes kann teilweise an Kunden weitergegeben werden und ist somit als wichtigster Wettbewerbsvorteil zu sehen.

## Absolut hervorragende Referenzen

Größte Stärke der GK Software sind ihre Referenzen und die nachgewiesene Projektumsetzungskompetenz. Die Kundenliste der GK Software beinhaltet viele große Namen des Einzelhandels und zeigt, dass die Lösungen der GK Software im Bereich der serviceorientierten Einzelhändler (vorwiegend sehr hochwertige Produkte) absolut führend sind. Zwei Beispiele:

Für die fast 1.000 Parfümerien des europäischen Marktführers **Douglas** wurde ein GK-System eingeführt (einheitliche Lösung in 18 Ländern). Damit kann der Kunde unter anderem:

- Die TCO durch Reduzierung von Wartung und Support senken
- Die Fiskalspeicherung abbilden (Hardware und Software)
- Die Douglas-Card-Funktionalitäten und unterschiedliche Rabattaktionen in verschiedenen Ländern abbilden
- Lufthansa Miles & More integrieren
- EFT-Anbindung in 18 Ländern darstellen (Electronic Funds Transfer, elektronischer Zahlungsverkehr)
- Ein 24-Stunden-Betriebskonzept realisieren

Für die über 1.200 Filialen des Marken-Discounters **Netto** wurde ein GK-System implementiert. Dies ermöglicht Netto:

- Eine Unternehmensweite Kommunikation zwischen Filialen und Zentrale (Workflow-Lösung)
- Eine mobile Lösung für Prozesse der Warenwirtschaft auf der Fläche
- Eine moderne Touch-Lösung für den Point of Sale (POS)
- Die Zentrale Parametrisierung und Steuerung aller Flächen

Für potenzielle Neukunden hat dies eine erhebliche Signalwirkung. Folgende Tabelle gibt einen Überblick über einige Referenzprojekte der GK:

#### Referenzprojekte der GK Software AG



Quelle: GK Software

Die Zahl der Installationen der GK Software beträgt über 55.000 in 22 Ländern. Damit werden 12.500 Filialen betreut, davon allein 10.200 in Deutschland.

Die Kunden der GK Software zeichnen sich zudem durch geringe Wechselwilligkeit aus. Kundentreue ist typisch bei Softwareprojekten von Einzelhandelsunternehmen, da ein Wechsel der Software sehr teuer ist. Insbesondere hohe Kosten und umfangreiche Projekte, oft mit ungewissem Ausgang, halten Kunden von der Installation neuer Softwaresysteme ab. Ein weiterer Pluspunkt der GK Software in diesem Zusammenhang ist die Releasefähigkeit der Software. GK Software führt kontinuierlich neue Komponenten ein und bietet immer neue, moderne Lösungen für den Kunden, ohne dass dieser die Lösung wechseln muss. Schon rund 15% der Erlöse der GK Software sind wiederkehrende Wartungserlöse. Dabei hat in der Unternehmensgeschichte noch kein wesentlicher Kunde den Wartungsvertrag gekündigt und die Software umgestellt. Die bestehenden Wartungsverträge bilden damit eine sehr sichere Grundlage der Geschäftstätigkeit der GK Software.

- 
- **GK wuchs in der Vergangenheit sehr stark, da der Einzelhandel kontinuierlich in die Erneuerung der IT-Infrastrukturen mit GK-Produkten investiert.**
  - **Dieser Trend sollte auch in den kommenden Jahren anhalten, auch wenn das Wachstum konjunkturbedingt etwas moderater ausfallen sollte.**
  - **Aufgrund des hohen Anteils an Softwarelizenzen und weiterer Skalierung des Geschäftes sollten die Margen dabei langfristig weiter steigen.**
- 

## Aktuelle Geschäftsentwicklung

In den ersten 9 Monaten des Geschäftsjahres 2008 konnte GK Software die positive Entwicklung der vergangenen Jahre ungebremst fortsetzen. Der Umsatz konnte um 44% auf EUR 10,9 Mio. gesteigert werden und das EBIT erhöhte sich um 84% und erreichte ein Niveau von EUR 2,1 Mio. Das Ergebnis nach Steuern verdoppelte sich fast. Hier zeigt sich, dass die Investitionen des Einzelhandels primär bedarfs- und nicht marktgetrieben sind. GK konnte sich bislang immer signifikant vom Wachstum des Einzelhandels abkoppeln.

Zu den historischen Kennzahlen ist anzumerken, dass die Geschäftszahlen 2006 und insbesondere 2007 (siehe Tabelle) auf stark differierenden Aktienanzahlen (pre IPO) basieren. Die Verhältniszahlen und Multiplikatoren sind vor diesem Hintergrund nicht aussagekräftig.

## IT für den Einzelhandel: Moderates, stabiles Wachstum

Die GK Software erwirtschaftet ihren Umsatz hauptsächlich in Deutschland. Die privaten Konsumausgaben stiegen in Deutschland in den letzten Jahren zwischen 1-2% an (EUR 1,4 Billion). Diese bilden die solide Grundlage des Marktes der GK Software. Für den Zeitraum bis zum Jahr 2010 wird, aufgrund des Stagnierens der Konsumausgaben, mit einem gemäßigten Wachstum der Einzelhandelsumsätze in Deutschland gerechnet. Auch ein mögliches Rezessionsszenario sollte sich nur begrenzt negativ auf GK auswirken, denn insbesondere der Lebensmittelhandel zählt zu den stabilsten Branchen. Gleichzeitig ist mit einem unverändert stärkeren Qualitäts- und Servicebewusstsein der Verbraucher zu rechnen. Hier setzen die Lösungen der GK Software an.

Die 10 umsatzstärksten Einzelhandelsunternehmen verfügen in Deutschland über ca. 98.000 Filialen. In den bisher adressierten Untersegmenten des Einzelhandelsmarktes ergibt sich für GK Software hieraus ein Potenzial von ca. 49.000 Filialen in Deutschland. Derzeit sind nach Schätzung der Gesellschaft in ca. 10.200 Filialen Softwareprodukte der GK Software installiert. Grundsätzlich ergibt sich damit in Deutschland ein erhebliches Marktpotenzial.

Treiber der Markterschließung sind wesentliche Trends im hochwertigen Einzelhandel, welche die Verwendung einer hochwertigen IT-Infrastruktur und eine Standard-Software voraussetzen:

- **Internationalisierung erfordert:** Länderversionen, Fiskalisierung, zentrale Steuerung und Parametrisierung...
- **Profilierung im Wettbewerb erfordert:** Service, Trennung von Scannen/Kassieren bis hin zum Self-Checkout...
- **Kundenbindung erfordert:** Loyalty- und Bonussysteme (z.B. Kundenkarten), Rabatte und Aktionen, Mobile-Payment...

Darüber hinaus ergibt sich zusätzliches Marktpotenzial über die Erschließung einzelhandelsnaher Bereiche oder im Rahmen der Internationalisierung. International erfolgt das Wachstum der GK Software vor allem durch die Begleitung der Kunden ins Ausland im Rahmen eines sehr opportunistischen Ansatzes. Von den insgesamt 12.000 installierten Filialen sind 2.300 im Ausland. Auslandsaktivitäten ohne vorhandenes Geschäft werden nicht durchgeführt. Der Ansatz erfolgt Lead-orientiert.

## Entwicklung des Umsatzes

### Lizenzen

Die Prognose des Lizenzumsatzes bei GK Software ist komplex, da das Verhalten der Kunden insbesondere in Krisenzeiten nicht homogen ist. Pro Jahr gewinnt GK Software 6-10 Projekte mit einem normalen Lizenzvolumen von EUR 0,4 bis EUR 1,2 Mio. Für das Jahr 2008 ist aufgrund laufender Pilotprojekte insgesamt mit einem Lizenzumsatz von etwa EUR 5,6 Mio. zu rechnen.

Die Gewinnung von Neuprojekten erfolgt meist durch Ausschreibungen, zu denen GK Software eingeladen wird. Die ersten Pilotprojekte erfolgen dann bereits entgeltlich. Die direkten, dedizierten Marketingaufwendungen sind insofern sehr gering. Die Schätzung, wie viele Projekte gewonnen werden können. Dies kann nur deterministisch erfolgen.

- 2007 und die ersten 9 Monate 2008 verliefen für GK Software gut. Die Basis der Planung für 2009 bildet jedoch eine Schätzung von 6 Neuprojekten (à EUR 0,6 Mio.).
- Ein geringer Teil der Lizenzerlöse (2-4 %) entsteht auch durch Nachlizenzierungen bestehender Installationen.

Aufgrund der Tatsache, dass GK Software die Lizenzerlöse im Gegensatz zu den meisten anderen Softwareunternehmen nicht bei Vertragsabschluss sondern nach Übergabe des umfangreichen Piloten verbucht, würden sich auch kurzfristige Schwankungen im Nachfrageverhalten der Kunden nicht durch hohe Ergebnisschwankungen bemerkbar machen. Diese Ergebnisglättung sollte dazu führen, dass auch die kommenden Quartale weiter gut ausfallen werden und der langfristige Wachstumspfad moderat erhalten bleibt.

### Services

Die Service-Umsätze der GK Software sind recht stabil. Die Service-Kapazitäten sind zumeist zu Beginn eines Geschäftsjahres zu 90 % verkauft. Neuprojekte werden aus der bestehenden Mannschaft besetzt und im Nachgang werden neue Kapazitäten geschaffen. Dieser Ansatz schränkt die Reaktionsfähigkeit in Phasen starker Nachfrage ein, ermöglicht jedoch in unsicheren Zeiten ein stabiles und planbares Geschäft.

### Wartung

Die Wartungserlöse werden mit 17% des Lizenzbestandes kalkuliert. Dies beinhaltet bereits die Annahme einer marginalen Churn-Rate. Die Wechselbereitschaft der Kunden der GK Software ist, in Anbetracht aufwendiger Projekte in unternehmenskritischen Anwendungen, extrem gering.

<b>GK Software - Umsatzplanung</b>					
	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
<b>Lizenzen</b>					
Anzahl Neuprojekte	6,0	8,0	6,0	7,0	8,0
durchschn. Lizenzerlöse*	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
<b>Lizenzerlöse* (Mio. EUR)</b>	<b>3,5</b>	<b>5,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>
<b>Wartung</b>					
Lizenzbestand	5,5	9,0	14,6	18,8	23,7
Quote Wartungserlöse/Bestand	24%	18%	18%	17%	17%
<b>Wartungserlöse (Mio. EUR)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>
<b>Services</b>					
Mitarbeiter	140,0	190,0	200,0	200,0	205,0
Mitarbeiter im Bereich Services	48,0	63,0	73,0	73,0	78,0
Umsatz je Mitarbeiter (Services)	122,9	122,9	122,9	122,9	122,9
<b>Umsatz Services (Mio. EUR)</b>	<b>5,9</b>	<b>7,7</b>	<b>9,0</b>	<b>9,0</b>	<b>9,6</b>
<b>Umsatz Gesamt (Mio. EUR)</b>	<b>10,7</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,1</b>	<b>19,2</b>

\* beinhaltet Nachlizenzierungen aus Bestandsprojekten und ist ein rollierender Wert aus Alt-/Neulizenzen

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Kostenentwicklung

### Materialaufwand

Der Materialaufwand besteht zum größten Teil aus Aufwand für bezogene Leistungen und ist mit etwa 4,5% des Umsatzes eine Kostenposition von geringer Bedeutung. Es handelt sich hierbei vor allem um Infrastruktur, die im Rahmen von (entlohten) Pilotprojekten eingesetzt wird.

### Personalaufwand

Die größte Aufwandsposition bei der GK Software ist der Personalaufwand. Der Personalaufwand von etwa EUR 44.000 pro MA/Jahr sollte sich in den nächsten Jahren inflationsbedingt leicht erhöhen. Auch sollte das Lohnniveau der tschechischen Mitarbeiter leicht ansteigen. Hieraus ergibt sich folgende Prognose des Personalaufwands:

<b>Planung des Personalaufwandes</b>					
	<b>2007</b>	<b>2008e</b>	<b>2009e</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>
Mitarbeiter (Jahresdurchschnitt)	140	190	200	200	205
Personalaufwand je Mitarbeiter (TEUR)	43,944	43,065	44,357	45,687	47,058
Personalaufwand (Mio. EUR)	6,2	8,2	8,9	9,1	9,6

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

### Abschreibungen

Die Abschreibungen machen bei GK Software rund 5% der Kosten aus. Sie fallen auf Sachanlagen und immaterielle Vermögensgegenstände an. Es wird hier eine etwa konstante Quote angesetzt, da auch zukünftig nicht mit größeren Aktivierungen und Investitionen zu rechnen ist.

### Sonstige betriebliche Aufwendungen

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (Rechts- und Beratungskosten sowie Raum- und Betriebskosten). In 2007 waren die sbA aufgrund der Vorbereitungen für den Börsengang sehr hoch. Zukünftig sollte sich diese Quote bei etwa 15% stabilisieren.

Zu den aktivierten Eigenleistungen ist anzumerken, dass GK Software nur einen sehr geringen Teil der Entwicklungen aktiviert. Die Bestandsveränderungen resultieren aus Projekten, die GK Software bis zur Abnahme durch den Kunden im Eigenbestand verbucht.

Folgende Tabelle liefert einen Überblick über die erwartete Gewinn- und Verlustrechnung:

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>10,7</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,1</b>
Bestandsveränderungen	0,5	1,0	0,0	-1,3	-0,3	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,3	0,3	0,6	0,9	0,8	0,7
<b>Gesamtleistung</b>	<b>5,0</b>	<b>8,4</b>	<b>11,3</b>	<b>14,6</b>	<b>16,3</b>	<b>17,8</b>
Materialaufwand	0,2	0,2	0,5	0,7	0,7	0,8
<b>Rohrertrag</b>	<b>4,8</b>	<b>8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>13,9</b>	<b>15,6</b>	<b>17,0</b>
Personalaufwendungen	3,1	4,9	6,2	8,2	8,9	9,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	1,5	2,2	2,2	2,4	2,6
<b>EBITDA</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
<b>EBITA</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	0,4	0,8	0,9
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>
Steuern gesamt	0,2	0,7	0,7	1,0	1,1	1,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Bilanz

Die größte Position der Aktiva der GK Software bilden die Zahlungsmittel. Korrespondierend hierzu beträgt das Eigenkapital etwa EUR 11 Mio. Insgesamt ist die Bilanz solide.

### Bilanz GK Software

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Aktiva</b>						
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,7	1,1	0,7	0,2	0,1
davon übrige imm. VG	0,5	0,7	1,1	0,7	0,2	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,3	2,6	4,8	6,6	7,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>3,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,8</b>	<b>8,0</b>
Vorräte	1,0	2,0	2,0	2,1	2,3	2,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,8	2,3	3,2	3,3	3,6
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Liquide Mittel	2,3	2,5	2,9	10,5	11,5	13,3
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>16,7</b>	<b>18,0</b>	<b>20,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>22,1</b>	<b>24,8</b>	<b>28,2</b>
<b>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	0,2	0,2	0,2	1,7	1,7	1,7
Kapitalrücklage	0,0	0,0	0,0	7,2	7,2	7,2
Gewinnrücklagen	0,2	0,2	0,2	1,6	4,4	7,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,2	1,1	1,7	1,7	1,7	1,8
<b>Eigenkapital der Aktionäre</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>12,2</b>	<b>14,9</b>	<b>18,4</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>12,2</b>	<b>14,9</b>	<b>18,4</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Sonstige Verbindlichkeiten gesamt	4,3	4,8	6,4	6,4	6,4	6,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>22,1</b>	<b>24,8</b>	<b>28,2</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Die verschiedenen Bewertungsmethoden indizieren einen Wert der GK zwischen EUR 27 und 29.
- Die Vergleichsgruppe indiziert ebenfalls eine Unterbewertung der Aktie.
- Das zur Herleitung des Kurszieles herangezogene DCF-Modell indiziert hierbei einen Wert von EUR 27.

## Free Cash Flow Yield

Der adjustierte Free Cash Flow Yield unterstellt, dass Investoren ein Asset (hier den Enterprise Value) zu einem solchen Preis kaufen, dass der Free Cash Flow Return (Free Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen – Erhaltungsinvestitionen + Steuern – (1-t)\*Zinsen) auf den EV ihre Opportunitätskosten übersteigt. Diese wurden vereinfacht mit 10% angesetzt.

Der FCF-Yield deutet auf ein Kursziel von EUR 29 für 2008 mit beträchtlichem Aufwärtspotenzial bis 2010 (EUR 42).

### Free Cash Flow Yield - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
Jahresüberschuss	0,3	0,9	1,6	2,4	2,7	3,3	
+ Abschreibung + Amortisation	0,2	0,3	0,5	0,9	1,3	1,4	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,3	
+ Steuern	0,2	0,7	0,7	1,0	1,1	1,4	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	3,5%	9,7%	14,4%	31,9%	42,5%	60,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>19,9</b>	<b>19,9</b>	<b>19,9</b>	<b>12,4</b>	<b>11,3</b>	<b>9,6</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>7,1</b>	<b>19,4</b>	<b>28,6</b>	<b>39,4</b>	<b>48,0</b>	<b>58,0</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-1,5	-1,5	-1,5	-9,1	-10,2	-11,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>8,5</b>	<b>20,9</b>	<b>30,1</b>	<b>48,4</b>	<b>58,1</b>	<b>69,8</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,12</b>	<b>12,55</b>	<b>18,06</b>	<b>29,10</b>	<b>34,90</b>	<b>41,95</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-60,2%	-2,3%	40,5%	126,5%	171,6%	226,4%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>							
	13,0%	4,14	9,86	14,09	23,64	28,25	33,91
	12,0%	4,41	10,61	15,20	25,15	30,10	36,14
Fairer	11,0%	4,74	11,49	16,50	26,95	32,28	38,78
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>5,12</b>	<b>12,55</b>	<b>18,06</b>	<b>29,10</b>	<b>34,90</b>	<b>41,95</b>
Yield	9,0%	5,59	13,85	19,96	31,73	38,10	45,82
	8,0%	6,18	15,47	22,35	35,02	42,11	50,66
	7,0%	6,93	17,55	25,42	39,25	47,26	56,88

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## DCF-Modell

Um auf Basis des langfristigen Geschäftserfolgs ein Kursziel zu ermitteln, wurde ein DCF-Modell herangezogen.

Der Umsatz dürfte in 2008 um über 30% wachsen. Nach 2008 sollte sich das Umsatzwachstum deutlich abschwächen und sich bis 2014 auf 8% erholen. Als langfristige Wachstumsrate wurden 2,50% angesetzt.

Die EBIT-Marge sollte bis 2011 auf 25 % ansteigen und bis 2016 auf 20% zurückgehen (langfristige Margenprognose).

Weitere Annahmen sind:

- Risikolose Rendite von 4,25% (10-jährige Bundesanleihe)
- Markttrendite 9%
- Beta von 1,35
- WACC von 10,7%

Das DCF-Modell ermittelt einen fairen Wert von EUR 28.

### DCF Modell - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	15,0	15,8	17,1	18,4	19,9	21,5	23,2	25,1	27,1	29,3	31,6	33,2	34,0	34,9
Veränderung	39,3%	5,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	2,5%	2,5%
EBIT	3,0	3,5	4,4	4,6	5,0	5,4	5,8	6,3	5,4	5,9	6,3	6,6	6,8	7,0
EBIT-Marge	20,2%	22,3%	25,9%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Steuerquote	29,0%	29,0%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	2,2	2,5	3,1	3,2	3,5	3,8	4,1	4,4	3,8	4,1	4,4	4,6	4,8	4,9
Abschreibungen	0,9	1,3	1,4	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
in % vom Umsatz	6,1%	8,1%	8,1%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,9	-0,3	-0,4	0,9	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
- Investitionen	-2,6	-2,6	-2,6	-1,3	-1,2	-1,1	-0,9	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionsquote	17,5%	16,5%	15,3%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	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	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,5	0,9	1,5	4,2	4,0	3,7	4,0	4,3	3,9	4,0	4,3	4,6	4,7	4,8

### Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,66%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2021	22,6		
Terminal Value	15,7		
Verbindlichkeiten	-1,4		
Liquide Mittel	9,1	Aktienzahl (Mio.)	1,67
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>46,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>27,63</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum								Delta EBIT-Marge							
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,00%	3,25%	WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	24,29	24,46	24,65	24,85	25,06	25,28	25,52	11,66%	23,25	23,79	24,32	24,85	25,38	25,92	26,45
11,16%	25,49	25,70	25,92	26,16	26,41	26,67	26,96	11,16%	24,46	25,03	25,59	26,16	26,73	27,29	27,86
10,91%	26,14	26,37	26,62	26,87	27,15	27,44	27,74	10,91%	25,12	25,71	26,29	26,87	27,46	28,04	28,62
<b>10,66%</b>	26,84	27,09	27,35	<b>27,63</b>	27,93	28,25	28,59	<b>10,66%</b>	25,83	26,43	27,03	<b>27,63</b>	28,23	28,83	29,44
10,41%	27,57	27,84	28,13	28,44	28,76	29,11	29,49	10,41%	26,57	27,19	27,81	28,44	29,06	29,68	30,30
10,16%	28,34	28,64	28,96	29,29	29,65	30,04	30,45	10,16%	27,37	28,01	28,65	29,29	29,94	30,58	31,22
9,66%	30,04	30,40	30,78	31,19	31,63	32,10	32,61	9,66%	29,12	29,81	30,50	31,19	31,88	32,57	33,26

Quelle: SES Research

### Peer Group

Zu den relevanten Peers gehören:

- **ATOSS Software:** ATOSS ist ein führender Softwareanbieter im Bereich Arbeitszeitmanagement- und Personaleinsatzplanung.

- **InVision Software AG:** InVision ist ein echter Pure-Play-Softwareanbieter für Workforce Management Lösungen. Die wesentliche Stärke der InVision-Lösung liegt in dem Gebiet der Personalbedarfsprognose und der anschließenden flexiblen Optimierung des Personaleinsatzes.
- **SAF:** Die SAF Simulation, Analysis and Forecasting AG ist auf die Entwicklung von Bestell- und Prognose-Software für Handel, Logistik und Industrie spezialisiert.
- **SAP:** Die SAP AG ist der größte europäische und weltweit viertgrößte Softwarehersteller für Unternehmenssoftware.
- **Actuate:** Die Business Intelligence-Produkte von Actuate helfen den Kunden bei der Unternehmensberichterstattung, dem Performance Management und beim Java Reporting.
- **Aldata:** Aldata ist ein führendes europäisches Software- und Systemhaus und hat sich auf Komplettlösungen für den Handel und die Logistik spezialisiert.
- **Ariba:** Als Anbieter von Kosten-Management-Lösungen hilft Ariba seinen Kunden ihre Kostenstruktur besser zu verstehen und somit Kosten zu senken.
- **Art Technology:** Art Technology erstellt Software für internetbasierte Kundenbetreuung sowie dazugehörige E-Commerce Anwendungen.
- **Descartes Systems:** Die Descartes Systems Group entwickelt und vertreibt Supply Chain-Management Software speziell für Unternehmen mit starkem Lieferumfang.
- **Epicor Software/NSB Retail:** Die Softwareprodukte von Epicor verbinden Back-Office Anwendungen der Bereiche Produktion und Vertrieb mit Front-Office Anwendungen für den Verkauf, das Marketing und den Service.
- **IBM I2 Technologies:** IBM ist eines der größten IT- und IT-Beratungsunternehmen. Mit der Tochtergesellschaft I2 Technology bietet das Unternehmen Softwarelösungen im Bereich Supply Chain Management an.
- **Informatica:** Informatica ist ein führender Anbieter von Software und Dienstleistungen für die unternehmensweite Datenintegration.
- **JDA Software:** JDA Software bietet Lösungen für den Einzelhandel in den Bereichen Supply Chain Management, E-Commerce und Geschäftsprozessanalyse.
- **Micros Systems:** Micros Systems entwickelt und vertreibt Kassensoftware und IT-Lösungen für die Gastronomie.
- **Microsoft:** Die Microsoft Corporation ist ein multinationaler Softwareentwickler und mit 79.000 Mitarbeitern der Größte der Welt
- **Oracle:** Hauptprodukt des weltweit drittgrößten Softwareherstellers ist das Datenbankmanagementsystem Oracle Database.
- **QAD:** Der Softwarehersteller QAD bietet vornehmlich Produkte im Bereich der Warenwirtschaft, des Supply Chain Managements sowie des Customer Relationship Managements an.
- **Radiant Systems:** Radiant vertreibt spezielle Software- und Technologielösungen für den Einzelhandel, die Gastronomie und die Filmindustrie
- **Vectron:** Die Vectron Systems AG hat sich auf die Herstellung und den Vertrieb von intelligenten Kassensystemen und Kommunikationssoftware zur Vernetzung von Filialbetrieben spezialisiert.
- **Vignette:** Vignette entwickelt Software speziell für den Bereich Customer Relationship Management.
- **Wincor Nixdorf:** Als führender europäischer Hersteller von Geldautomaten, Kiosksystemen und Computerkassen bietet Wincor Nixdorf auch Anwendungsprogramme, Dienstleistung und IT-Consulting an.

Folgende Tabelle gibt einen Überblick über die Basisdaten der Vergleichsgruppe:

Basisdaten der Peer-Group-Analyse																
Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	EPS			Umsatz			EBITDA			EBIT		
					08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e	08e	09e	10e
<i>Deutschland</i>																
ATOSS Software	EUR	7,25	29,2	13,8	0,82	0,88	0,97	27,4	29,0	31,2	5,4	5,4	5,8	5,0	4,9	5,3
InVision Software AG	EUR	4,02	9,0	-3,8	-1,57	-1,00	-0,10	14,4	15,0	16,2	-5,4	-3,5	-0,5	-5,5	-3,7	-0,5
SAF	EUR	7,35	40,7	18,8	0,48	0,58	0,74	14,7	16,2	18,8	2,7	3,6	4,8	2,2	2,4	3,2
SAP	EUR	27,14	33.267,2	31.672,2	1,79	1,95	2,13	11.670,6	12.207,0	12.812,6	3.298,2	3.666,7	3.998,6	2.913,4	3.251,5	3.554,3
Vectron	EUR	13,10	19,7	20,3	1,77	1,31	1,98	24,3	23,1	26,3	5,4	4,4	5,9	4,1	3,1	4,5
Wincor Nixdorf	EUR	34,19	1.131,2	1.349,7	4,07	3,82	3,96	2.318,4	2.252,9	2.304,7	258,1	241,7	247,0	196,1	186,8	197,0
<i>International</i>																
Actuate	USD	3,42	207,0	140,9	0,26	0,30	0,33	132,3	136,0	135,5	24,9	26,1	32,0	20,8	20,8	n.a.
Aldata	EUR	0,35	24,1	16,3	0,04	0,02	0,04	70,4	70,6	73,1	4,8	3,8	4,8	3,3	2,3	3,4
Ariba	USD	7,47	649,6	562,8	0,46	0,67	0,77	332,0	360,6	394,2	37,6	70,6	82,4	20,8	61,1	n.a.
Art Technology	USD	1,89	244,9	186,7	0,09	0,15	0,21	160,3	179,7	226,0	18,8	29,8	50,0	10,8	16,2	n.a.
Descartes Systems	CAD	3,35	177,6	113,7	0,26	0,25	0,27	69,3	79,4	84,9	16,2	19,5	21,9	n.a.	9,1	13,4
Epicor Software/NSB Retail	USD	4,94	296,0	540,0	0,59	0,64	0,69	465,9	510,6	507,3	69,4	65,8	74,5	65,9	68,8	67,5
IBM I2 Technologies	USD	87,18	117.122,7	141.779,7	8,70	8,89	9,66	105.048,7	102.845,0	104.376,9	22.173,3	21.569,0	21.869,0	16.497,6	15.787,2	16.526,7
Informatica	USD	13,88	1.217,0	995,7	0,75	0,85	0,96	458,1	509,8	558,8	90,3	112,6	129,5	81,9	106,2	138,0
JDA Software	USD	13,43	417,3	417,0	1,44	1,61	n.a.	381,3	475,7	n.a.	94,1	130,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Manhattan Associates	USD	16,40	394,2	314,4	1,39	1,35	n.a.	343,8	339,2	n.a.	54,3	57,4	n.a.	39,7	44,5	n.a.
Micros Systems	USD	15,04	1.208,9	891,2	1,36	1,37	1,66	943,7	978,3	1.056,7	173,3	166,3	173,0	n.a.	n.a.	n.a.
Microsoft	USD	20,12	178.978,9	160.231,9	1,88	2,00	2,22	60.234,4	64.140,4	68.425,1	26.316,0	26.588,4	28.287,7	24.181,3	23.427,6	24.219,0
Oracle	USD	17,62	88.913,6	89.505,6	1,27	1,42	1,55	22.158,1	23.858,0	25.342,9	10.066,2	11.166,0	11.512,7	9.013,0	10.157,0	10.751,4
QAD	USD	3,48	106,9	87,7	0,28	0,06	0,18	259,0	274,5	279,0	25,2	4,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Radiant Systems	USD	4,07	132,0	221,2	0,71	0,65	0,80	303,3	315,5	347,5	39,2	43,2	56,8	36,8	38,3	n.a.
Vignette	USD	7,98	189,6	45,8	0,15	0,30	0,05	168,8	158,5	182,0	5,0	4,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>GK Software</b>	<b>EUR</b>	<b>11,30</b>	<b>18,8</b>	<b>9,8</b>	<b>1,42</b>	<b>1,63</b>	<b>2,01</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,1</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>

Quelle: SES Research, Bloomberg

Hieraus ergeben sich folgende Multiplikatoren:

Peer-Group GK Software																
Unternehmen	LW	Kurs	MK	EV	KGV			EV / Umsatz			EV / EBITDA			EV / EBIT		
					08e	09e	10e									
<i>Deutschland</i>																
ATOSS Software	EUR	7,25	29,2	13,8	8,84	8,24	7,47	0,50	0,48	0,44	2,55	2,55	2,38	2,76	2,81	2,60
InVision Software AG	EUR	4,02	9,0	-3,8	neg.	neg.	neg.	-0,26	-0,25	-0,24	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
SAF	EUR	7,35	40,7	18,8	15,22	12,74	9,89	1,28	1,16	1,00	6,84	5,21	3,88	8,49	7,83	5,87
SAP	EUR	27,14	33.267,2	31.672,2	15,14	13,95	12,75	2,71	2,59	2,47	9,60	8,64	7,92	10,87	9,74	8,91
Vectron	EUR	13,10	19,7	20,3	7,42	10,00	6,63	0,84	0,88	0,77	3,74	4,58	3,46	4,99	6,58	4,49
Wincor Nixdorf	EUR	34,19	1.131,2	1.349,7	8,39	8,95	8,63	0,58	0,60	0,59	5,23	5,58	5,46	6,88	7,23	6,85
Mittelwert					11,00	10,78	9,08	0,94	0,91	0,84	5,59	5,31	4,62	6,80	6,84	5,74
<i>International</i>																
Actuate	USD	3,42	207,0	140,9	13,41	11,40	10,36	1,06	1,04	1,04	5,65	5,39	4,40	6,77	6,77	n.a.
Aldata	EUR	0,35	24,1	16,3	8,75	17,50	9,46	0,23	0,23	0,22	3,40	4,32	3,39	4,90	7,06	4,83
Ariba	USD	7,47	649,6	562,8	16,42	11,12	9,73	1,70	1,56	1,43	14,97	7,97	6,83	27,06	9,21	n.a.
Art Technology	USD	1,89	244,9	186,7	20,77	12,95	9,00	1,16	1,04	0,83	9,93	6,28	3,73	17,29	11,52	n.a.
Descartes Systems	CAD	3,35	177,6	113,7	12,68	13,33	12,29	1,64	1,43	1,34	7,02	5,82	5,19	n.a.	12,52	8,46
Epicor Software/NSB Retail	USD	4,94	296,0	540,0	8,40	7,74	7,13	1,16	1,06	1,06	7,78	8,21	7,25	8,19	7,85	8,00
IBM I2 Technologies	USD	87,18	117.122,7	141.779,7	10,02	9,81	9,02	1,35	1,38	1,36	6,39	6,57	6,48	8,59	8,98	8,58
Informatica	USD	13,88	1.217,0	995,7	18,63	16,41	14,40	2,17	1,95	1,78	11,03	8,84	7,69	12,16	9,38	7,22
JDA Software	USD	13,43	417,3	417,0	9,33	8,34	n.a.	1,09	0,88	n.a.	4,43	3,21	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Manhattan Associates	USD	16,40	394,2	314,4	11,84	12,13	n.a.	0,91	0,93	n.a.	5,79	5,48	n.a.	7,93	7,06	n.a.
Micros Systems	USD	15,04	1.208,9	891,2	11,08	10,97	9,05	0,94	0,91	0,84	5,14	5,36	5,15	n.a.	n.a.	n.a.
Microsoft	USD	20,12	178.978,9	160.231,9	10,69	10,08	9,08	2,66	2,50	2,34	6,09	6,03	5,66	6,63	6,84	6,82
Oracle	USD	17,62	88.913,6	89.505,6	13,87	12,39	11,38	4,04	3,75	3,53	8,89	8,02	7,77	9,93	8,81	8,33
QAD	USD	3,48	106,9	87,7	12,43	58,00	19,33	0,34	0,32	0,31	3,48	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Radiant Systems	USD	4,07	132,0	221,2	5,73	6,23	5,09	0,73	0,70	0,64	5,65	5,13	3,89	6,01	5,78	n.a.
Vignette	USD	7,98	189,6	45,8	53,20	26,60	177,33	0,27	0,29	0,25	9,16	11,45	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Mittelwert					14,83	15,31	22,33	1,34	1,25	1,21	7,18	6,54	5,62	10,50	8,48	7,43
Mittelwert Gesamt					13,92	14,23	18,84	1,23	1,16	1,10	6,80	6,23	5,33	9,34	8,00	6,73
Median Gesamt					11,84	11,40	9,46	1,08	0,98	0,92	6,09	5,70	5,19	8,06	7,83	7,03
<b>GK Software</b>	<b>EUR</b>	<b>11,30</b>	<b>18,8</b>	<b>9,8</b>	<b>7,96</b>	<b>6,93</b>	<b>5,62</b>	<b>0,65</b>	<b>0,62</b>	<b>0,57</b>	<b>2,48</b>	<b>2,04</b>	<b>1,69</b>	<b>3,23</b>	<b>2,78</b>	<b>2,21</b>
Potenzial zum Mittelwert Gesamt in %					75%	105%	235%	89%	87%	92%	174%	206%	216%	189%	188%	204%
Fairer Wert je Aktie auf Basis Mittelwert Gesamt					19,76	23,20	37,88	16,51	16,39	16,71	21,52	23,39	23,99	22,42	22,34	23,28

Quelle: SES Research, Bloomberg

Ein grober Blick auf die Zahlen im Peer-Group-Vergleich deutet an, dass GK Software auf aktuellem Niveau in Relation zu der Vergleichsgruppe deutlich unterbewertet ist und dies, obwohl auch die Bewertungsniveaus der Vergleichsgruppe aktuell extrem gering sind. Der EV/EBIT-Multiplikator zeigt dies sehr deutlich.

Diese Unterbewertung ergibt sich trotz der Berücksichtigung eines konservativen Szenarios. Die Vergleichsgruppe unterstreicht somit die Gesamteinschätzung.

Mit einem Kursziel von EUR 28 lautet die Ersteinschätzung Kaufen.

- 
- **GK gelingen kontinuierlich neue Projektabschlüsse.**
  - **Hier wird weiter positiver Newsflow erwartet: Gute Zahlen und Neuprojekte.**
- 

## **Solide Zahlen**

Der Newsflow bei GK Software wird vornehmlich durch die Veröffentlichung der nächsten Quartalszahlen bestimmt. Diese werden voraussichtlich am 16.04.2009 publiziert. Hier spricht ein ganz zentraler Aspekt für die GK Software:

Die Softwarelizenzen werden erst nach Übergabe der abgeschlossenen Pilotprojekte verbucht. Dadurch unterscheidet sich GK Software deutlich von anderen Softwareunternehmen, welche die Lizenzerlöse mit Projektfortschritt oder gar zu Beginn eines Projektes verbuchen. Infolgedessen werden sich die Lizenzerlöse bei GK Software erst in den kommenden Quartalen zeigen, es kommt also zu einer erheblichen Glättung der Erlöse und stabiler Umsätze trotz schlechter konjunktureller Bedingungen. Im Rahmen der Bekanntgabe der Quartalszahlen könnte sich diese Stetigkeit positiv auswirken. Dennoch sollte das Augenmerk auf die Neukundengewinnung gelegt werden, da diese „Glättung“ lediglich kurzfristige Nachfrageschwankungen ausgleicht.

## **Weitere Projekterfolge**

Die GK Software befindet sich kontinuierlich in laufenden Ausschreibungsprozessen. Es ist davon auszugehen, dass die Gesellschaft sukzessive weitere Projekterfolge vermeldet. In 2008 konnte GK Software bereits JYSK Nordich, Hornbach, ESCADA und COOP als Kunden vermelden.

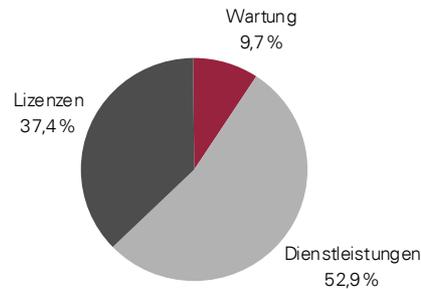
Besonders hervorzuheben ist der ESCADA-Erfolg. Das Unternehmen wird GK Software weltweit einführen und in 194 eigenen, sowie über 200 Franchise-Shops implementieren lassen. Die Implementierung startet 2009 und wird voraussichtlich nach 18 Monaten abgeschlossen sein. Das Projektvolumen liegt bei etwa EUR 1 Mio.

## Unternehmenshintergrund

Die 1990 von Stephan Kronmüller und Rainer Gläß gegründete GK Software AG zählt zu den führenden inländischen Softwareanbietern für den Einzelhandel. Der Umsatz teilte sich in 2007 zu 53% in Dienstleistungen, zu 37% in Lizenzen und zu 10% in Wartung auf. Das Unternehmen ist seit Juni 2008 an der Börse notiert und beschäftigt derzeit etwa 199 Mitarbeiter.

### Umsatzstruktur GK Software AG

Geschäftsjahr 2007



Quelle: GK Software

## Produkte und Services

Die Geschäftstätigkeit der GK Software AG gliedert sich in zwei Bereiche. Zum einen der Verkauf der Produktlizenzen und zum anderen die damit verbundenen Dienstleistungen. Die Produkte, zusammengefasst GK/Retail Suite, bestehen aus einzelnen Softwareapplikationen, die alle auf Java basieren, verschiedene Betriebssysteme unterstützen, sehr flexibel und untereinander voll kompatibel sind.

Die Produktreihe gliedert sich wie folgt:

- Die **GK/Retail Store Solutions** finden Anwendung innerhalb einzelner Filialen im Einzelhandelsunternehmen. Hierzu gehören verschiedene Softwareapplikationen:
- Der **GK/Retail POS** steuert den Bezahlvorgang an der Kasse. Das **GK/Retail Backoffice** vereinfacht beispielsweise die Gesamtabrechnungen und Tresorverwaltung. Der **GK/Retail Mobile** ist ausgelegt für den mobilen und somit schnellen Informationsaustausch mit der stationären Software via W-LAN-Handhelds. Der **GK/Retail Workflow** dient zur Optimierung von Arbeitsabläufen durch ein dichteres Informationsnetz sowohl innerhalb einer Filiale als auch zwischen Filiale und Zentrale, ermöglicht Abfrage und Übermittlung von Dokumenten und verhindert den Informationsverlust. Das **GK/Retail Merchandise Management** fungiert als Ergänzung zu den zentralen Warenwirtschaftsprozessen, denn es ermöglicht grundlegende Warenwirtschaftsprozesse ohne Zeitverlust in der Filiale zu erledigen.
- Die **GK/Retail Enterprise Solutions**, unterstützen die zentrale Steuerung und Verwaltung von Betriebsprozessen in den Filialen aus der Unternehmenszentrale heraus. Auch diesen sind Softwareapplikationen untergeordnet:
- Der **GK/Retail Enterprise Store Server** übernimmt die Zuordnung spezieller benötigter Software zu einzelnen Filialen. Der **GK/Retail Business Continuity Manager** gewährleistet eine optimale Datenqualität. Der **GK/Retail Storemanager** steuert und überwacht alle technischen Fragen des Betriebs von Filialsystemen. Das **GK Retail Enterprise Cockpit** verschafft einen fachlichen und technischen Gesamtüberblick in Bezug auf sämtliche Filialen. Der **GK Retail Headoffice** bündelt Lösungen für die Steuerung und Verwaltung von Kundenaktionen und Gutscheinen.
- Darüber hinaus gibt es die Integrationsplattform **Store Weaver**, die den gebündelten, kontrollierten Datenstrom ermöglicht und die Integration anderer IT-Systeme in die Datenströme garantiert.

- Der Dienstleistungssektor der GK Software AG wird größtenteils aus der **Implementierung**, der Wartung und Support gebildet. Die Implementierung, auch Customizing bzw. Change Request, beinhaltet die Installation einer Software auf dem Kundenserver, die Anpassung einer bereits bestehenden Software oder die Veränderung von vorhandenen Softwareapplikationen. Des Weiteren ermöglicht GK Software durch eigens durchgeführte Planung und Installation den reibungsfreien Betrieb der Software. Darüber hinaus bietet das Unternehmen vertragliche Vereinbarungen über regelmäßige **Wartung** und den unverzüglichen **Support** an.

### Unternehmensstruktur

Der Hauptsitz der GK Software AG und Sitz der Verwaltung, der Entwicklung, des Third-level-supports und des Projektmanagements befindet sich in Schöneck/Vogtland. Des Weiteren besitzt das Unternehmen Niederlassungen in Berlin (zuständig für Projektmanagement, Marketing & Vertrieb sowie Partnermanagement) und in Basel/Riehen (internationales Geschäft und Store Weaver). Zusätzlich ist in Pilsen (Tschechische Republik) die für Forschung und Entwicklung zuständige, 100%-ige Tochterfirma Eurosoftware s.r.o. ansässig.

### Management

Rainer Gläß ist Vorstandsvorsitzender der GK Software AG. Nach einem Studium der Informationstechnologie in Dresden und dem erfolgreichen Abschluss zum Diplom-Ingenieur sammelte er in vielen Bereichen der Softwareentwicklung zahlreiche Erfahrungen. Er begann als Anwendungsprogrammierer und war letztendlich Projektleiter bevor er 1990 zusammen mit seinem Partner Stephan Kronmüller das Unternehmen GK Software gründete.

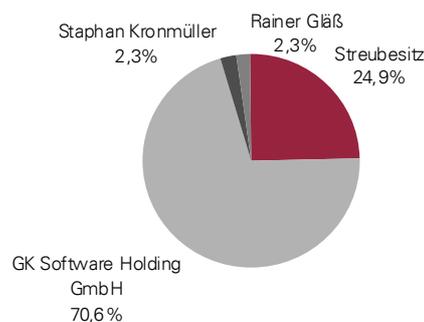
Gründungs- und Vorstandsmitglied Stephan Kronmüller leitet als CTO die Entwicklung aller Lösungen und Technologien. Er studierte an der Universität Chemnitz Informatik und verfügt nun über 20 Jahre Erfahrungen im IT-Bereich als Software-Entwickler, Consultant und Manager. Vor seiner Tätigkeit bei GK Software arbeitete er als Entwicklungsleiter im Bereich der Finanzsoftware.

CFO bei der GK Software AG ist André Hergert. Er schloss ein Studium der Betriebswirtschaftslehre ab und ist seit 1991 als Accounting Manager und Director Finance in verschieden Unternehmen der Finanz und IT-Branche tätig gewesen. Ab 2006 war er Partner einer Unternehmensberatung mit dem Fokus Mergers & Acquisitions Consulting, Strategieberatung und Entwicklung des internen und externen Berichtswesens bevor er 2008 zu GK Software wechselte.

Ronald Scholz obliegt als COO allen operativen Aktivitäten rund um die Kunden und Projekte des Unternehmens, die Weiterentwicklung der Standardlösung GK/Retail sowie die Unternehmensorganisation. Seit 1994 arbeitet er für GK Software nachdem er ein Studium der Informatik in Dresden abschloss.

### Aktionäre

#### Aktionärsstruktur GK Software AG



Quelle: GK Software

70,6% der Aktien der Gesellschaft gehören zu der GK Software Holding GmbH. Weitere 24,9% befinden sich im Streubesitz. Die Gründer Stephan Kronmüller und Rainer Gläß besitzen jeweils 2,25% der Anteile.

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatz</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>10,7</b>	<b>15,0</b>	<b>15,8</b>	<b>17,1</b>
Bestandsveränderungen	0,5	1,0	0,0	-1,3	-0,3	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,3	0,3	0,6	0,9	0,8	0,7
<b>Gesamtleistung</b>	<b>5,0</b>	<b>8,4</b>	<b>11,3</b>	<b>14,6</b>	<b>16,3</b>	<b>17,8</b>
Materialaufwand	0,2	0,2	0,5	0,7	0,7	0,8
<b>Rohertrag</b>	<b>4,8</b>	<b>8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>13,9</b>	<b>15,6</b>	<b>17,0</b>
Personalaufwendungen	3,1	4,9	6,2	8,2	8,9	9,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	1,5	2,2	2,2	2,4	2,6
<b>EBITDA</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
<b>EBITA</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	0,4	0,8	0,9
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>
Steuern gesamt	0,2	0,7	0,7	1,0	1,1	1,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<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>
Bestandsveränderungen	12,3%	13,8%	0,0%	-8,5%	-2,0%	0,0%
Aktiviere Eigenleistungen	7,6%	4,5%	5,2%	6,0%	5,0%	4,0%
<b>Gesamtleistung</b>	<b>119,9%</b>	<b>118,3%</b>	<b>105,2%</b>	<b>97,5%</b>	<b>103,0%</b>	<b>104,0%</b>
Materialaufwand	4,9%	3,2%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<b>Rohertrag</b>	<b>115,1%</b>	<b>115,1%</b>	<b>100,7%</b>	<b>93,0%</b>	<b>98,5%</b>	<b>99,5%</b>
Personalaufwendungen	74,1%	69,2%	57,3%	54,7%	56,1%	53,5%
Sonstige betriebliche Erträge	1,5%	2,9%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,6%	21,3%	20,3%	15,0%	15,0%	15,0%
<b>EBITDA</b>	<b>16,9%</b>	<b>27,4%</b>	<b>26,6%</b>	<b>26,3%</b>	<b>30,4%</b>	<b>34,0%</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
<b>EBITA</b>	<b>13,9%</b>	<b>24,3%</b>	<b>23,5%</b>	<b>23,2%</b>	<b>27,3%</b>	<b>30,9%</b>
Abschreibungen auf iAV	1,3%	1,7%	1,8%	3,0%	5,0%	5,0%
Goodwill-Abschreibung	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>12,5%</b>	<b>22,6%</b>	<b>21,7%</b>	<b>20,2%</b>	<b>22,3%</b>	<b>25,9%</b>
Zinserträge	1,3%	1,5%	0,4%	2,0%	1,9%	1,8%
Zinsaufwendungen	2,2%	1,2%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Finanzergebnis	-0,9%	0,3%	-1,1%	2,0%	1,9%	1,8%
<b>Gewöhnliches Vorsteuerergebnis aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>11,6%</b>	<b>22,9%</b>	<b>20,6%</b>	<b>22,2%</b>	<b>24,2%</b>	<b>27,6%</b>
AO-Beitrag	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>EBT</b>	<b>11,6%</b>	<b>22,9%</b>	<b>20,6%</b>	<b>22,2%</b>	<b>24,2%</b>	<b>27,6%</b>
Steuern gesamt	4,7%	9,8%	6,1%	6,4%	7,0%	8,0%
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>7,0%</b>	<b>13,1%</b>	<b>14,5%</b>	<b>15,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>19,6%</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>7,0%</b>	<b>13,1%</b>	<b>14,5%</b>	<b>15,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>19,6%</b>
Minority interest	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>7,0%</b>	<b>13,1%</b>	<b>14,5%</b>	<b>15,8%</b>	<b>17,2%</b>	<b>19,6%</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz GK Software**

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Aktiva</b>						
Im materielle Vermögensgegenstände	0,5	0,7	1,1	0,7	0,2	0,1
davon übrige imm. VG	0,5	0,7	1,1	0,7	0,2	0,1
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,3	2,6	4,8	6,6	7,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>3,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,8</b>	<b>8,0</b>
Vorräte	1,0	2,0	2,0	2,1	2,3	2,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,8	2,3	3,2	3,3	3,6
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	1,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Liquide Mittel	2,3	2,5	2,9	10,5	11,5	13,3
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>16,7</b>	<b>18,0</b>	<b>20,2</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>22,1</b>	<b>24,8</b>	<b>28,2</b>
<b>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	0,2	0,2	0,2	1,7	1,7	1,7
Kapitalrücklage	0,0	0,0	0,0	7,2	7,2	7,2
Gewinnrücklagen	0,2	0,2	0,2	1,6	4,4	7,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,2	1,1	1,7	1,7	1,7	1,8
<b>Eigenkapital der Aktionäre</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>12,2</b>	<b>14,9</b>	<b>18,4</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>12,2</b>	<b>14,9</b>	<b>18,4</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Sonstige Verbindlichkeiten	4,3	4,8	6,4	6,4	6,4	6,4
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>9,7</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>	<b>9,9</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>22,1</b>	<b>24,8</b>	<b>28,2</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Bilanz GK Software**

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Aktiva</b>						
Im materielle Vermögensgegenstände	8,9%	9,3%	9,6%	3,1%	0,6%	0,3%
davon übrige imm. VG	8,9%	9,3%	9,6%	3,1%	0,6%	0,3%
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sachanlagen	3,9%	4,0%	22,2%	21,6%	26,7%	28,1%
Finanzanlagen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Anlagevermögen</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,3%</b>	<b>31,8%</b>	<b>24,7%</b>	<b>27,3%</b>	<b>28,4%</b>
Vorräte	18,3%	26,0%	16,9%	9,5%	9,3%	8,5%
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,5%	10,6%	19,2%	14,5%	13,3%	12,8%
Sonstige Vermögensgegenstände	20,0%	18,7%	7,6%	4,1%	3,6%	3,2%
Liquide Mittel	41,8%	31,9%	24,6%	47,3%	46,5%	47,0%
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>86,6%</b>	<b>87,2%</b>	<b>68,3%</b>	<b>75,4%</b>	<b>72,7%</b>	<b>71,5%</b>
<b>Bilanzsumme</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>Passiva</b>						
Gezeichnetes Kapital	2,7%	1,9%	1,3%	7,5%	6,7%	5,9%
Kapitalrücklage	0,0%	0,0%	0,0%	32,6%	29,1%	25,5%
Gewinnrücklagen	3,7%	2,7%	1,4%	7,4%	17,6%	27,3%
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,5%	14,1%	14,6%	7,8%	6,9%	6,5%
<b>Eigenkapital der Aktionäre</b>	<b>9,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,3%</b>	<b>55,4%</b>	<b>60,3%</b>	<b>65,2%</b>
<b>Anteile Dritter</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>9,9%</b>	<b>18,7%</b>	<b>17,3%</b>	<b>55,4%</b>	<b>60,3%</b>	<b>65,2%</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0%	0,8%	0,4%	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Rückstellungen gesamt</b>	<b>4,8%</b>	<b>17,4%</b>	<b>15,3%</b>	<b>8,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>6,4%</b>
<b>Zinstragende Verbindlichkeiten</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>11,7%</b>	<b>6,2%</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,9%</b>
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,6%	2,6%	1,7%	1,4%	1,2%	1,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	76,1%	61,9%	54,0%	28,8%	25,7%	22,6%
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>90,5%</b>	<b>81,8%</b>	<b>82,6%</b>	<b>44,6%</b>	<b>39,7%</b>	<b>34,9%</b>
<b>Bilanzsumme</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>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung GK Software**

in Mio. EUR

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,3	0,9	1,6	2,4	2,7	3,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	0,4	0,8	0,9
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>3,3</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>
Veränderung Vorräte	-0,5	-1,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	-0,8	-1,6	-0,9	-0,1	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,2	0,2	1,3	0,1	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,2	-1,5	-0,2	-0,9	-0,3	-0,4
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>
CAPEX	-0,6	-0,7	-2,6	-2,6	-2,6	-2,6
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-0,8	-0,2	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	8,7	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>7,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	1,1	0,1	0,4	7,6	1,1	1,7
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>10,5</b>	<b>11,5</b>	<b>13,3</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## Kennzahlen GK Software

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
<b>Operative Effizienz</b>						
Operativer Aufwand / Umsatz (%)	103,0%	90,8%	78,6%	71,2%	72,6%	70,0%
Umsatz pro Mitarbeiter (TEUR)	46	58	66	79	79	85
EBITDA pro Mitarbeiter (TEUR)	8	16	18	21	24	29
EBIT-Marge (%)	12,5%	22,6%	21,7%	20,2%	22,3%	25,9%
EBITDA / Operating Assets (%)	-31,8%	-290,3%	89,7%	62,9%	56,9%	57,3%
ROA (%)	40,5%	90,4%	41,7%	43,4%	40,0%	41,8%
<b>Kapitaleffizienz</b>						
Umschlag des Sachanlagevermögens	19,0	23,1	4,1	3,1	2,4	2,2
Operativer Kapitalumschlag	-1,9	-10,6	3,4	2,4	1,9	1,7
Umschlag des eingesetzten Kapitals	5,1	2,5	2,1	1,0	0,9	0,8
<b>Kapitalverzinsung</b>						
ROCE (%)	63,5%	88,8%	58,3%	29,4%	21,0%	22,3%
EBITDA / Durchschn. Capital Employed (%)	85,6%	107,8%	71,5%	38,2%	28,6%	29,2%
ROE (%)	52,6%	64,4%	76,5%	19,3%	18,1%	18,2%
Jahresüberschuss / Durchschn. Eigenkapital (%)	105,2%	93,0%	89,7%	33,1%	20,0%	20,1%
Bereinigter Jahresüberschuss / Durchschn. Eigenkapital (%)	105,2%	93,0%	89,7%	33,1%	20,0%	20,1%
ROIC (%)	30,3%	31,4%	28,2%	15,0%	14,7%	15,3%
<b>Solvenz</b>						
Nettoverschuldung zum Jahresende	-2,3	-2,5	-1,5	-9,1	-10,2	-11,9
Net Gearing (%)	-423,5%	-170,5%	-74,9%	-74,3%	-68,0%	-64,6%
Eigenkapital / Zinstragende Verbindlichkeiten (%)	-	500,0%	148,3%	500,0%	500,0%	500,0%
Current Ratio	1,0	1,4	1,2	2,5	2,7	3,0
Acid Test Ratio	0,8	0,7	0,7	1,7	1,8	2,1
EBITDA / Zinsaufwand	7,6	23,4	17,9	-	-	-
Zinsdeckung	13,8	0,0	20,2	0,0	0,0	0,0
<b>Kapitalfluss</b>						
Free Cash Flow (Mio. EUR)	1,1	0,1	-0,7	-0,3	1,1	1,7
Free Cash Flow / Umsatz (%)	26,4%	1,6%	-6,5%	-1,8%	6,8%	10,1%
Adj. Free Cash Flow (Mio. EUR)	0,7	1,9	2,9	3,9	4,8	5,8
Adj. Free Cash Flow / Umsatz (%)	10,6%	14,3%	16,7%	16,8%	20,3%	22,9%
Free Cash Flow / Jahresüberschuss (%)	378,4%	11,9%	-44,4%	-11,5%	39,8%	51,3%
Zinsertrag / durchschn. liquide Mittel (%)	2,3%	4,3%	1,7%	4,5%	2,7%	2,4%
Zinsaufwand / durchschn. zinstragende Verbindl. (%)	-	4150,0%	23,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend Payout Ratio (%)	0,0%	86,2%	11,8%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Mittelverwendung</b>						
Sachanlageinvestitionen / Umsatz (%)	13,3%	9,2%	24,3%	17,5%	16,5%	15,3%
Erhaltungsinvestitionen / Umsatz (%)	3,0%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%
Capex / Abschreibungen (%)	304,9%	190,9%	496,2%	286,2%	204,1%	189,0%
Durchschn. Working Capital / Umsatz (%)	-32,3%	-7,7%	5,7%	9,5%	12,9%	14,0%
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL (%)	67,7%	412,1%	1142,9%	1066,7%	1100,0%	1200,0%
Inventory processing period (Tage)	4	4	5	7	7	7
Receivables collection period (Tage)	32	42	77	77	77	77
Payables payment period (Tage)	47	10	7	7	7	7
Cash Conversion Cycle (Tage)	-11	35	76	77	77	77
<b>Bewertung</b>						
Kurs / Buchwert	34,0	13,1	9,2	1,5	1,3	1,0
EV / Umsatz	4,2	2,4	1,6	0,7	0,6	0,4
EV / EBITDA	24,6	8,9	6,1	2,5	1,8	1,2
EV / EBIT	33,2	10,8	7,4	3,2	2,5	1,6
EV / Free Cash Flow	15,7	157,6	-	-	8,1	4,1
KGV	5,8	1,8	0,0	8,0	6,9	5,6
Kurs / Cash Flow	39,6	8,2	8,9	5,7	4,7	4,0

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

**Free Cash Flow Yield - GK Software**

Angaben in Mio. EUR	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e	
Jahresüberschuss	0,3	0,9	1,6	2,4	2,7	3,3	
+ Abschreibung + Amortisation	0,2	0,3	0,5	0,9	1,3	1,4	
- Zinsergebnis (netto)	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,3	
+ Steuern	0,2	0,7	0,7	1,0	1,1	1,4	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,8</b>	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	3,5%	9,7%	14,4%	31,9%	42,5%	60,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
<b>= Enterprise Value</b>	<b>19,9</b>	<b>19,9</b>	<b>19,9</b>	<b>12,4</b>	<b>11,3</b>	<b>9,6</b>	
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>7,1</b>	<b>19,4</b>	<b>28,6</b>	<b>39,4</b>	<b>48,0</b>	<b>58,0</b>	
- Nettoverschuldung (Cash)	-1,5	-1,5	-1,5	-9,1	-10,2	-11,9	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>8,5</b>	<b>20,9</b>	<b>30,1</b>	<b>48,4</b>	<b>58,1</b>	<b>69,8</b>	
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>5,12</b>	<b>12,55</b>	<b>18,06</b>	<b>29,10</b>	<b>34,90</b>	<b>41,95</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %	-60,2%	-2,3%	40,5%	126,5%	171,6%	226,4%	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>							
	13,0%	4,14	9,86	14,09	23,64	28,25	33,91
	12,0%	4,41	10,61	15,20	25,15	30,10	36,14
Fairer	11,0%	4,74	11,49	16,50	26,95	32,28	38,78
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>5,12</b>	<b>12,55</b>	<b>18,06</b>	<b>29,10</b>	<b>34,90</b>	<b>41,95</b>
Yield	9,0%	5,59	13,85	19,96	31,73	38,10	45,82
	8,0%	6,18	15,47	22,35	35,02	42,11	50,66
	7,0%	6,93	17,55	25,42	39,25	47,26	56,88

Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

## DCF Modell - GK Software

Angaben in Mio. EUR

	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e
Umsatz	15,0	15,8	17,1	18,4	19,9	21,5	23,2	25,1	27,1	29,3	31,6	33,2	34,0	34,9
Veränderung	39,3%	5,6%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	5,0%	2,5%	2,5%
EBIT	3,0	3,5	4,4	4,6	5,0	5,4	5,8	6,3	5,4	5,9	6,3	6,6	6,8	7,0
EBIT-Marge	20,2%	22,3%	25,9%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Steuerquote	29,0%	29,0%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	2,2	2,5	3,1	3,2	3,5	3,8	4,1	4,4	3,8	4,1	4,4	4,6	4,8	4,9
Abschreibungen	0,9	1,3	1,4	1,3	1,2	1,1	0,9	0,8	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
in % vom Umsatz	6,1%	8,1%	8,1%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,9	-0,3	-0,4	0,9	0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1
- Investitionen	-2,6	-2,6	-2,6	-1,3	-1,2	-1,1	-0,9	-0,8	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
Investitionsquote	17,5%	16,5%	15,3%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	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	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-0,5	0,9	1,5	4,2	4,0	3,7	4,0	4,3	3,9	4,0	4,3	4,6	4,7	4,8

### Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,66%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

### Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2021	22,6		
Terminal Value	15,7		
Verbindlichkeiten	-1,4		
Liquide Mittel	9,1	Aktienzahl (Mio.)	1,67
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>46,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>27,63</b>

### Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

#### Ewiges Wachstum

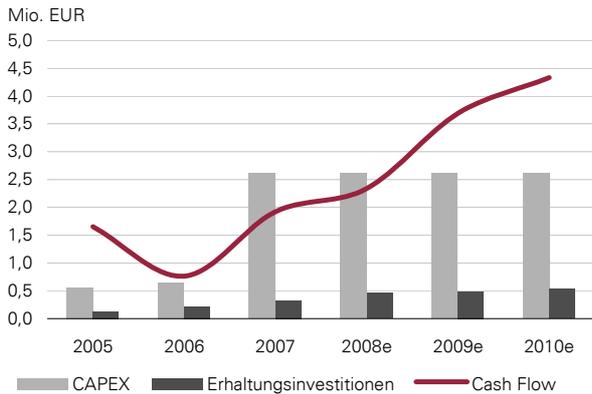
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,00%	3,25%
11,66%	24,29	24,46	24,65	24,85	25,06	25,28	25,52
11,16%	25,49	25,70	25,92	26,16	26,41	26,67	26,96
10,91%	26,14	26,37	26,62	26,87	27,15	27,44	27,74
<b>10,66%</b>	26,84	27,09	27,35	<b>27,63</b>	27,93	28,25	28,59
10,41%	27,57	27,84	28,13	28,44	28,76	29,11	29,49
10,16%	28,34	28,64	28,96	29,29	29,65	30,04	30,45
9,66%	30,04	30,40	30,78	31,19	31,63	32,10	32,61

#### Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	23,25	23,79	24,32	24,85	25,38	25,92	26,45
11,16%	24,46	25,03	25,59	26,16	26,73	27,29	27,86
10,91%	25,12	25,71	26,29	26,87	27,46	28,04	28,62
<b>10,66%</b>	25,83	26,43	27,03	<b>27,63</b>	28,23	28,83	29,44
10,41%	26,57	27,19	27,81	28,44	29,06	29,68	30,30
10,16%	27,37	28,01	28,65	29,29	29,94	30,58	31,22
9,66%	29,12	29,81	30,50	31,19	31,88	32,57	33,26

Quelle: SES Research

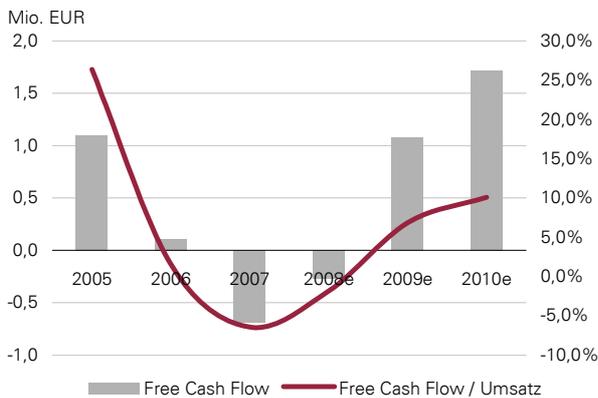
**GK Software - Investitionen und Cash Flow**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- CAPEX entwickeln sich unterproportional
- Die Erhaltungsinvestitionen steigen nur moderat an
- Insgesamt ist mit einem steigenden Cash-Bestand zu rechnen

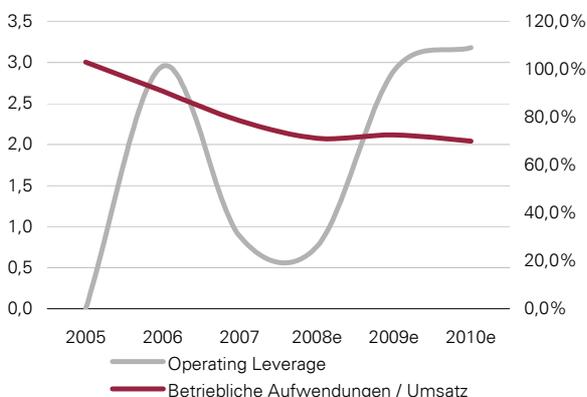
**GK Software - Free Cash Flow Generation**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- 2007 und 2008 sind durch eine Zunahme des Working Capital geprägt
- Free Cash Flow steigt in den Folgejahren stark an
- Er erreicht in 2010 rund 10 % vom Umsatz

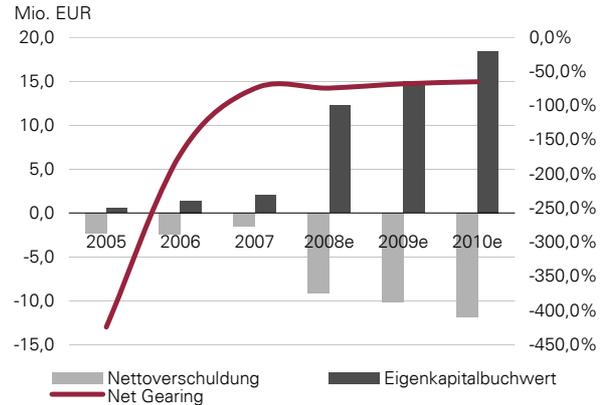
**GK Software - Operating Leverage**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Der Operating Leverage hat in den letzten Jahren stark geschwankt
- In den kommenden Jahren wird er hoch bleiben
- Grund ist ein hoher Wartungsbestand und das etablierte Produkt

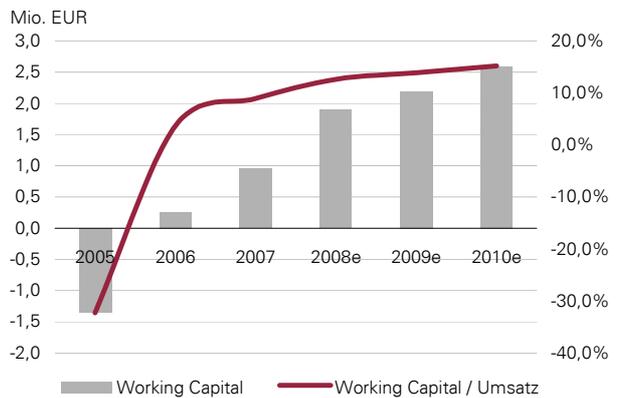
**GK Software - Bilanzqualität**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Durch den Börsengang hat sich die Bilanz der GK erheblich verlängert
- Es wurden erhebliche liquide Mittel zugeführt
- Die Nettoverschuldung ist somit negativ (= Nettoliquidität)

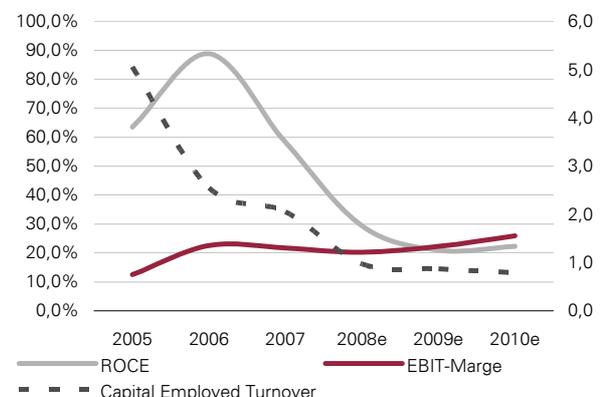
**GK Software - Working Capital**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- GK hat die Geschäftsaktivitäten deutlich ausgeweitet
- Damit stieg auch das Working Capital an
- Dieser Anstieg sollte sich zukünftig jedoch abschwächen

**GK Software - ROCE Entwicklung**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES Research (Schätzungen)

- Die EBIT-Marge bleibt auf hohem Niveau
- Die durch das IPO verlängerte Bilanz führt zu sinkendem ROCE
- Je nach Mittelverwendung kann sich dies zukünftig anders darstellen

## Rechtshinweis / Disclaimer

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

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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 das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der SES Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**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.

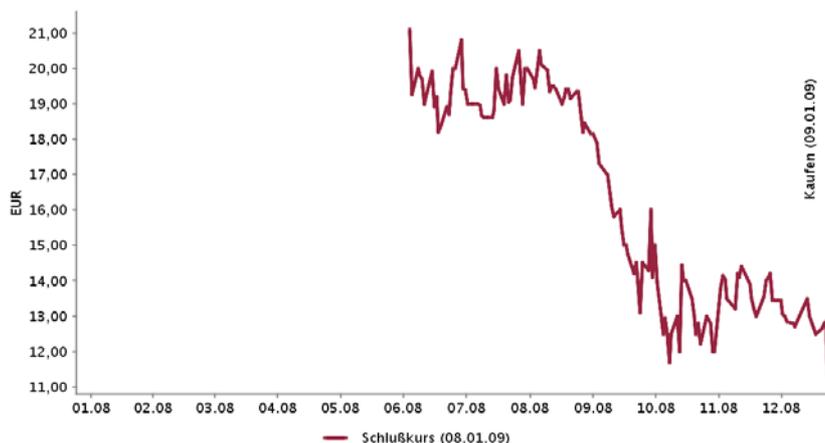
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	114	56%
Halten	61	30%
Verkaufen	19	9%
Empf. ausgesetzt	11	5%
<b>Gesamt</b>	<b>205</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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	74	61%
Halten	32	26%
Verkaufen	9	7%
Empf. ausgesetzt	6	5%
<b>Gesamt</b>	<b>121</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
GK Software AG am 09.01.09**



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch SES Research GmbH ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt den Xetra-Schlusskurs des Datums an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung publiziert hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.

## SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 0 | Fax: +49 40 309537 110 | info@ses.de | www.ses.de

**SES | RESEARCH**  
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

### Analyse

<b>Felix Ellmann</b>	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	<b>Tim Kruse</b>	+49 (0)40-309537 - 180 kruse@ses.de
<b>Henner Rüschemeyer</b>	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	<b>Frank Laser</b>	+49 (0)40-309537 - 235 laser@ses.de
<b>Robert Suckel</b>	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	<b>Jochen Reichert</b>	+49 (0)40-309537 - 130 reichert@ses.de
<b>Dr. Karsten von Blumenthal</b>	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	<b>Malte Schaumann</b>	+49 (0)40-309537 - 170 schaumann@ses.de
<b>Björn Blunck</b>	+49 (0)40-309537 - 160 blunck@ses.de	<b>Franziska Schmidt-Petersen</b>	+49 (0)40-309537 - 100 schmidt-petersen@ses.de
<b>Daniel Bonn</b>	+49 (0)40-309537 - 250 bonn@ses.de	<b>Claudia Vedder</b>	+49 (0)40-309537 - 105 vedder@ses.de
<b>Annika Boysen</b>	+49 (0)40-309537 - 220 boysen@ses.de	<b>Katrin Wauker</b>	+49 (0)40-309537 - 200 wauker@ses.de
<b>Finn Henning Breiter</b>	+49 (0)40-309537 - 230 breiter@ses.de	<b>Andreas Wolf</b>	+49 (0)40-309537 - 140 wolf@ses.de
<b>Torsten Klingner</b>	+49 (0)40-309537 - 260 klingner@ses.de	<b>Tim Oliver Wunderlich</b>	+49 (0)40-309537 - 185 wunderlich@ses.de

## M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com

  
**M. M. WARBURG & CO**  
1798

### Institutional Sales

<b>Barbara C. Effler</b> Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com	<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com	<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com	<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Dr. James F. Jackson</b> Equity Sales	49 (0)40-3282 - 2664 jjackson@mmwarburg.com	<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Wolf-Oliver Jürgens</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 wjurgens@mmwarburg.com	<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com	<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com	<b>Wiebke Möller</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com	<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		