

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 31,00** (alt: 28,00)

**Kurs** EUR 13,98  
**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: 29.05.2009 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 23,3 Mio  
**Enterprise Value (EV):** EUR 16,8 Mio  
**Buchwert:** EUR 14,5 Mio  
**Aktienanzahl:** 1,7 Mio

**Aktionäre:**  
GK Software Holding 70,6 %  
Free Float 24,3 %  
Rainer Gläß 2,8 %  
Stephan Kronmüller 2,3 %

**Termine:**  
HV 11.06.2009  
Zahlen Q2 13.08.2009  
Zahlen Q3 12.11.2009

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ	alt	Δ	alt	Δ
<b>Umsatz</b>	15,8	3,0	17,1	4,0	18,1	4,2
<b>EBIT</b>	3,5	-0,1	4,4	0,1	4,7	0,4
<b>EPS</b>	1,63	-0,03	2,01	0,04	2,12	0,19

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 02.06.2009  
Analyst: Felix Ellmann  
+49 (0)40-309537-120  
ellmann@ses.de

**GK kauft sinnvoll zu**

Am 28.05.09 gab die GK-Software bekannt, rückwirkend zum 01.05.09 den Geschäftsbetrieb der Solquest GmbH zu übernehmen. Die Solquest GmbH beschäftigt gegenwärtig rund 50 Mitarbeiter an den Standorten Waldbronn und St. Ingbert. Bei der 1996 gegründeten und seit 2004 ausschließlich auf den Einzelhandel fokussierten Solquest handelt es sich um ein Software- und Beratungsunternehmen mit ausgewiesenem Know-how im Bereich von Filialprozessen, insbesondere im Umfeld der SAP-Warenwirtschaft und mobiler Anwendungen. **Technisch gesehen ergänzen sich GK und Solquest daher sehr gut.** Darüber hinaus bietet das Unternehmen, ähnlich wie GK Consulting, Projektmanagement sowie Service und Support.

**Besonders entscheidend ist die Transaktionsstruktur:** Der letzte öffentliche Jahresabschluss der Solquest GmbH zeigt, dass die Gesellschaft mit einem nicht durch Eigenkapital gedeckten Fehlbetrag von EUR 2 Mio. (2006) offensichtlich finanzielle Probleme hatte. Es ist vor diesem Hintergrund lediglich der Geschäftsbetrieb durch die GK übernommen worden. **Den Preis, den GK für 50 teilweise hochqualifizierte Mitarbeiter, die für sie nutzbaren Technologien sowie den Kundenstamm bezahlte, dürfte aufgrund der schwierigen Situation in der sich die Solquest befand sehr gering gewesen sein.**

Da sich die Mitarbeiter der Solquest zum Teil in laufenden Projekten befinden, sollte der Umsatzbeitrag der Solquest zum Konzern in Q2-Q4 bereits merklich sein. Ergebnisseitig gestaltet sich die Prognose aufgrund der noch sehr intransparenten Informationslage schwierig. Es ist davon auszugehen, dass die komplette Integration der Solquest noch strukturelle Maßnahmen erfordert. Für 2009 wird daher noch kein positiver Ergebnisbeitrag antizipiert. Für 2011 wird unterstellt, dass der Gesamtkonzern ein Margenniveau des Jahres 2007 von 22% erreichen kann. Gegenüber der Ursprungsprognose sinkt das Margenniveau damit etwas, da die Solquest kein mit GK vergleichbares Lizenzgeschäft vorweisen kann.

**Kundenseitig ergänzen sich die Unternehmen nahezu perfekt:** Denn Solquest hat große deutsche und Schweizer Einzelhändler als Kunden, die GK noch nicht betreut. Darunter Coop (Schweiz), Dohle, EDEKA Südwest, Feneberg, Hammer Heimtex, Prodega oder tegut. **Hier ergeben sich erhebliche Erschließungspotenziale** für GK, die in dem Prognosemodell jedoch noch nicht explizit berücksichtigt werden.

Auf Basis der neuen Prognosen wird das Kursziel für GK-Software unter Einbeziehung eines etwas erhöhten risikoadjustierten Diskontierungsfaktors auf EUR 31 erhöht. Das Rating lautet weiter Kaufen.

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>31.12.</b>							
<b>Umsatz</b>	4,2	7,1	10,7	15,0	18,8	21,1	22,3
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	69,7 %	51,8 %	39,9 %	25,1 %	12,1 %	6,0 %
<b>Rohrertrag</b>	4,8	8,1	10,8	14,1	18,5	20,8	22,0
<i>Rohrertragsmarge</i>	115,1 %	115,1 %	100,7 %	93,6 %	98,5 %	98,5 %	98,5 %
<b>EBITDA</b>	0,7	1,9	2,9	3,5	5,0	6,2	6,9
<i>EBITDA-Marge</i>	16,9 %	27,4 %	26,6 %	23,2 %	26,5 %	29,5 %	31,0 %
<b>EBIT</b>	0,5	1,6	2,3	2,8	3,5	4,5	5,1
<i>EBIT-Marge</i>	12,5 %	22,6 %	21,7 %	18,5 %	18,4 %	21,4 %	22,9 %
<b>Jahresüberschuss</b>	0,3	0,9	1,6	2,0	2,7	3,4	3,8
<b>EPS</b>	1,94	6,18	312,26	1,22	1,60	2,05	2,31
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	7,34	0,73	-138,62	0,10	-0,05	1,93	2,44
<b>Dividende</b>	0,00	5,33	36,86	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	38,1 %	263,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	3,8	2,2	1,5	1,0	0,9	0,6	0,4
<b>EV/EBITDA</b>	22,3	8,1	5,5	4,5	3,4	2,2	1,4
<b>EV/EBIT</b>	30,1	9,8	6,7	5,7	4,9	3,0	1,9
<b>KGV</b>	7,2	2,3	0,0	11,5	8,7	6,8	6,1
<b>ROCE</b>	63,5 %	88,8 %	58,3 %	28,7 %	22,4 %	24,7 %	23,7 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	4,5 %	12,3 %	18,2 %	22,2 %	29,6 %	45,7 %	72,5 %

Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 13,98

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Umsatz</b>	<b>4,2</b>	<b>7,1</b>	<b>10,7</b>	<b>15,0</b>	<b>18,8</b>	<b>21,1</b>	<b>22,3</b>
Bestandsveränderungen	0,5	1,0	0,0	-1,3	-0,4	-0,4	-0,4
Aktivierete Eigenleistungen	0,3	0,3	0,6	0,8	0,9	1,1	1,1
<b>Gesamtleistung</b>	<b>5,0</b>	<b>8,4</b>	<b>11,3</b>	<b>14,6</b>	<b>19,4</b>	<b>21,7</b>	<b>23,0</b>
Materialaufwand	0,2	0,2	0,5	0,5	0,8	0,9	1,0
<b>Rohertrag</b>	<b>4,8</b>	<b>8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>14,1</b>	<b>18,5</b>	<b>20,8</b>	<b>22,0</b>
Personalaufwendungen	3,1	4,9	6,2	8,0	10,9	12,0	12,5
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,4	0,4	0,6	0,6	0,7
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	1,5	2,2	3,0	3,2	3,2	3,2
<b>EBITDA</b>	<b>0,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7
<b>EBITA</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,2</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	0,4	0,9	1,1	1,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	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>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>5,1</b>
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>
AO-Beitrag	0,0	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>2,9</b>	<b>3,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>
Steuern gesamt	0,2	0,7	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	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>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>
Minority interest	0,0	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>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>

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

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<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>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	12,3 %	13,8 %	0,0 %	-8,4 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	7,6 %	4,5 %	5,2 %	5,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>119,9 %</b>	<b>118,3 %</b>	<b>105,2 %</b>	<b>97,0 %</b>	<b>103,0 %</b>	<b>103,0 %</b>	<b>103,0 %</b>
Materialaufwand	4,9 %	3,2 %	4,5 %	3,4 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %
<b>Rohertrag</b>	<b>115,1 %</b>	<b>115,1 %</b>	<b>100,7 %</b>	<b>93,6 %</b>	<b>98,5 %</b>	<b>98,5 %</b>	<b>98,5 %</b>
Personalaufwendungen	74,1 %	69,2 %	57,3 %	53,5 %	58,0 %	57,0 %	56,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,5 %	2,9 %	3,5 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,6 %	21,3 %	20,3 %	19,7 %	17,0 %	15,0 %	14,5 %
<b>EBITDA</b>	<b>16,9 %</b>	<b>27,4 %</b>	<b>26,6 %</b>	<b>23,2 %</b>	<b>26,5 %</b>	<b>29,5 %</b>	<b>31,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,0 %	3,1 %	3,1 %	2,1 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
<b>EBITA</b>	<b>13,9 %</b>	<b>24,3 %</b>	<b>23,5 %</b>	<b>21,2 %</b>	<b>23,4 %</b>	<b>26,4 %</b>	<b>27,9 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,3 %	1,7 %	1,8 %	2,7 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	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>18,5 %</b>	<b>18,4 %</b>	<b>21,4 %</b>	<b>22,9 %</b>
Zinserträge	1,3 %	1,5 %	0,4 %	1,5 %	1,6 %	1,4 %	1,3 %
Zinsaufwendungen	2,2 %	1,2 %	1,5 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,9 %	0,3 %	-1,1 %	0,6 %	1,6 %	1,4 %	1,3 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>11,6 %</b>	<b>22,9 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>20,0 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>24,2 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	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>19,1 %</b>	<b>20,0 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>24,2 %</b>
Steuern gesamt	4,7 %	9,8 %	6,1 %	5,5 %	5,8 %	6,6 %	7,0 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>7,0 %</b>	<b>13,1 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>17,2 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	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>13,5 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>17,2 %</b>
Minority interest	0,0 %	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>13,5 %</b>	<b>14,2 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>17,2 %</b>

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

<b>Bilanz GK Software</b>							
in EUR Mio.							
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,7	1,1	1,6	1,3	0,1	-0,7
davon übrige imm. VG	0,5	0,7	1,1	1,6	0,8	0,1	-0,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,3	2,6	2,6	3,6	3,8	3,9
Finanzanlagen	0,0	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>4,2</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>3,2</b>
Vorräte	1,0	2,0	2,0	0,7	2,7	3,0	3,2
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,8	2,3	3,0	4,0	4,4	4,7
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	1,4	0,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Liquide Mittel	2,3	2,5	2,9	8,9	7,8	11,0	15,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>15,4</b>	<b>17,2</b>	<b>21,1</b>	<b>25,7</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>19,6</b>	<b>22,2</b>	<b>25,1</b>	<b>28,9</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,2	0,2	0,2	1,7	1,7	1,7	1,7
Kapitalrücklage	0,0	0,0	0,0	7,4	7,4	7,4	7,4
Gewinnrücklagen	0,2	0,2	0,2	0,0	2,7	6,1	10,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,2	1,1	1,7	2,7	2,7	2,2	2,2
Buchwert	0,6	1,4	2,0	11,8	14,5	17,4	21,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>0,6</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>11,8</b>	<b>14,5</b>	<b>17,4</b>	<b>21,2</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,3	1,3	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,4	0,4
Sonstige Verbindlichkeiten	4,3	4,8	6,4	5,0	5,0	5,0	5,0
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>19,6</b>	<b>22,2</b>	<b>25,1</b>	<b>28,9</b>

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

<b>Bilanz GK Software</b>							
in % der Bilanzsumme							
	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,9 %	9,3 %	9,6 %	8,3 %	5,9 %	0,5 %	-2,3 %
davon übrige imm. VG	8,9 %	9,3 %	9,6 %	8,3 %	3,7 %	0,5 %	-2,3 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	3,9 %	4,0 %	22,2 %	13,2 %	16,2 %	15,1 %	13,4 %
Finanzanlagen	0,0 %	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>21,6 %</b>	<b>22,2 %</b>	<b>15,6 %</b>	<b>11,1 %</b>
Vorräte	18,3 %	26,0 %	16,9 %	3,8 %	12,2 %	12,0 %	11,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,5 %	10,6 %	19,2 %	15,4 %	18,0 %	17,5 %	16,3 %
Sonstige Vermögensgegenstände	20,0 %	18,7 %	7,6 %	14,1 %	12,5 %	11,0 %	9,6 %
Liquide Mittel	41,8 %	31,9 %	24,6 %	45,2 %	35,0 %	43,7 %	52,0 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>86,6 %</b>	<b>87,2 %</b>	<b>68,3 %</b>	<b>78,5 %</b>	<b>77,6 %</b>	<b>84,2 %</b>	<b>88,9 %</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	2,7 %	2,0 %	1,3 %	8,5 %	7,5 %	6,6 %	5,8 %
Kapitalrücklage	0,0 %	0,0 %	0,0 %	37,9 %	33,5 %	29,6 %	25,7 %
Gewinnrücklagen	3,7 %	2,7 %	1,4 %	0,2 %	12,2 %	24,4 %	34,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,5 %	14,1 %	14,6 %	13,5 %	11,9 %	8,6 %	7,4 %
Buchwert	9,9 %	18,7 %	17,3 %	60,1 %	65,1 %	69,2 %	73,4 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>9,9 %</b>	<b>18,7 %</b>	<b>17,3 %</b>	<b>60,1 %</b>	<b>65,1 %</b>	<b>69,2 %</b>	<b>73,4 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0 %	0,8 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Rückstellungen gesamt	4,8 %	17,4 %	15,3 %	5,4 %	4,8 %	4,2 %	3,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	11,7 %	6,4 %	5,7 %	5,0 %	4,3 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,6 %	2,6 %	1,7 %	2,7 %	1,8 %	1,6 %	1,4 %
Sonstige Verbindlichkeiten	76,1 %	61,9 %	54,0 %	25,5 %	22,5 %	19,9 %	17,3 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>90,5 %</b>	<b>81,8 %</b>	<b>82,6 %</b>	<b>40,0 %</b>	<b>34,8 %</b>	<b>30,7 %</b>	<b>26,7 %</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>

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

**Kapitalflussrechnung GK Software**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,3	0,9	1,6	2,0	2,7	3,4	3,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	0,4	0,9	1,1	1,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,5	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	0,6	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>
Veränderung Vorräte	-0,5	-1,0	0,0	1,3	-2,0	-0,3	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	-0,8	-1,6	-1,2	-1,0	-0,4	-0,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,2	0,2	1,3	-1,1	-0,1	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,2	-1,5	-0,2	-1,0	-3,1	-0,7	-0,5
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>4,4</b>	<b>5,2</b>
CAPEX	-0,6	-0,7	-2,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	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	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,1</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	1,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-0,8	-0,2	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	7,9	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>5,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	1,1	0,1	0,4	5,9	-1,1	3,2	4,1
<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>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>8,8</b>	<b>7,8</b>	<b>11,0</b>	<b>15,0</b>

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

## Kennzahlen GK Software

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	103,0 %	90,8 %	78,6 %	73,8 %	76,5 %	73,5 %	72,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	46.356	58.025	66.326	79.100	81.406	86.879	90.286
EBITDA je Mitarbeiter	7.833	15.918	17.648	18.384	21.573	25.629	27.989
EBIT-Marge	12,5 %	22,6 %	21,7 %	18,5 %	18,4 %	21,4 %	22,9 %
EBITDA / Operating Assets	-31,8 %	-290,3 %	89,7 %	98,2 %	65,3 %	72,9 %	76,1 %
ROA	40,5 %	90,4 %	41,7 %	48,1 %	54,3 %	87,0 %	119,8 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	19,0	23,1	4,1	5,8	5,2	5,5	5,8
Operating Assets Turnover	-1,9	-10,6	3,4	4,2	2,5	2,5	2,5
Capital Employed Turnover	5,1	2,5	2,1	1,1	1,1	1,1	0,9
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	63,5 %	88,8 %	58,3 %	28,7 %	22,4 %	24,7 %	23,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	85,6 %	107,8 %	71,5 %	36,2 %	32,3 %	34,1 %	32,1 %
ROE	52,6 %	64,4 %	76,5 %	17,3 %	18,5 %	19,7 %	18,1 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	105,2 %	93,0 %	89,7 %	29,4 %	20,4 %	21,5 %	19,9 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	105,2 %	93,0 %	89,7 %	29,4 %	20,4 %	21,5 %	19,9 %
ROIC	30,3 %	31,4 %	28,2 %	14,0 %	15,5 %	17,0 %	16,1 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-2,3	-2,5	-1,5	-7,6	-6,5	-9,7	-13,8
Net Gearing	-423,5 %	-170,5 %	-74,9 %	-64,5 %	-45,1 %	-56,0 %	-65,0 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	72000,0 %	148,3 %	938,8 %	1151,5 %	1383,8 %	1690,1 %
Current ratio	1,0	1,4	1,2	2,7	3,1	3,8	4,7
Acid Test Ratio	0,8	0,7	0,7	2,2	2,2	2,8	3,4
EBITDA / Zinsaufwand	7,6	23,4	17,9	24,8	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	13,8	n.a.	20,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	1,1	0,1	-0,7	0,2	-0,1	3,2	4,1
Free Cash Flow / Umsatz	26,4 %	1,6 %	-6,5 %	1,1 %	-0,5 %	15,2 %	18,2 %
Adj. Free Cash Flow	0,7	1,9	2,9	3,5	5,0	6,2	6,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	10,6 %	14,3 %	16,7 %	18,0 %	17,6 %	19,8 %	20,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	378,4 %	11,9 %	-44,4 %	8,2 %	-3,3 %	93,9 %	105,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,3 %	4,3 %	1,7 %	3,9 %	3,6 %	3,2 %	2,3 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	4150,0 %	23,2 %	10,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	86,2 %	11,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	13,3 %	9,2 %	24,3 %	8,1 %	6,5 %	5,8 %	4,9 %
Maint. Capex / Umsatz	3,0 %	3,1 %	3,1 %	2,0 %	3,1 %	3,1 %	3,1 %
CAPEX / Abschreibungen	304,9 %	190,9 %	496,2 %	169,0 %	79,8 %	71,2 %	60,4 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-32,3 %	-7,7 %	5,7 %	7,6 %	15,3 %	22,6 %	24,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	67,7 %	412,1 %	1142,9 %	574,7 %	1000,0 %	1100,0 %	1175,0 %
Inventory processing period (Tage)	89,7	103	67,9	365	52,1	52,1	52,1
Receivables collection period (Tage)	31,8	42,1	76,9	77,0	77,0	77,0	77,0
Payables payment period (Tage)	46,9	10,2	6,7	7,0	7,0	7,0	7,0
Cash conversion cycle (Tage)	-213	-50,3	19,2	380	78,1	82,8	85,0
<b>Bewertung</b>							
P/B	42,1	16,2	11,4	2,0	1,6	1,3	1,1
EV/sales	3,8	2,2	1,5	1,0	0,9	0,6	0,4
EV/EBITDA	22,3	8,1	5,5	4,5	3,4	2,2	1,4
EV/EBIT	30,1	9,8	6,7	5,7	4,9	3,0	1,9
EV/FCF	14,3	143,0	-22,7	94,7	-192,9	4,2	2,4
P/E	7,2	2,3	0,0	11,5	8,7	6,8	6,1
P/CF	49,0	10,2	11,0	9,6	5,6	4,5	4,1

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

**Free Cash Flow Yield - GK Software**

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,9	1,6	2,0	2,7	3,4	3,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,3	0,5	0,7	1,5	1,7	1,8
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
+ Steuern	0,7	0,7	0,8	1,1	1,4	1,6
- 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>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,9</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	12,3%	18,2%	22,2%	29,6%	45,7%	72,5%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>15,7</b>	<b>15,7</b>	<b>15,7</b>	<b>16,8</b>	<b>13,6</b>	<b>9,5</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>19,4</b>	<b>28,6</b>	<b>34,9</b>	<b>49,8</b>	<b>62,2</b>	<b>69,2</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,6	-7,6	-7,6	-6,5	-9,7	-13,8
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>27,0</b>	<b>36,1</b>	<b>42,5</b>	<b>56,3</b>	<b>71,8</b>	<b>83,0</b>
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>16,20</b>	<b>21,71</b>	<b>25,51</b>	<b>33,81</b>	<b>43,14</b>	<b>49,84</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	15,9%	55,3%	82,5%	141,9%	208,6%	256,5%

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

	13,0%	13,51	17,74	20,67	26,91	34,53	40,24
	12,0%	14,26	18,85	22,02	28,82	36,92	42,90
Fairer	11,0%	15,14	20,15	23,61	31,09	39,75	46,05
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>16,20</b>	<b>21,71</b>	<b>25,51</b>	<b>33,81</b>	<b>43,14</b>	<b>49,84</b>
Yield	9,0%	17,50	23,61	27,85	37,14	47,29	54,46
	8,0%	19,12	26,00	30,76	41,29	52,48	60,23
	7,0%	21,20	29,07	34,51	46,64	59,15	67,66

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

## DCF Modell - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	18,8	21,1	22,3	23,7	25,1	26,6	28,2	29,9	31,7	33,6	35,6	37,4	38,3	39,3
Veränderung	25,1%	12,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	2,5%	2,5%
EBIT	3,5	4,5	5,1	5,4	5,8	6,1	6,5	6,9	7,3	7,7	8,2	8,6	8,8	9,0
EBIT-Marge	18,4%	21,4%	22,9%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
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	2,5	3,2	3,6	3,8	4,0	4,3	4,5	4,8	5,1	5,4	5,7	6,0	6,2	6,3
Abschreibungen in % vom Umsatz	1,5	1,7	1,8	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9	1,0	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
	8,1%	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	-3,1	-0,7	-0,5	3,5	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Investitionen	-1,2	-1,2	-1,1	-1,7	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Investitionsquote	6,5%	5,8%	4,9%	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)	-0,3	3,0	3,8	7,3	4,7	4,2	4,4	4,7	5,3	5,3	5,6	5,9	6,1	6,3

## Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,50
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	11,38%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	30,3		
Terminal Value	16,5		
Verbindlichkeiten	-1,3		
Liquide Mittel	6,5	Aktienzahl (Mio.)	1,67
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>52,0</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>31,21</b>

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

## Ewiges Wachstum

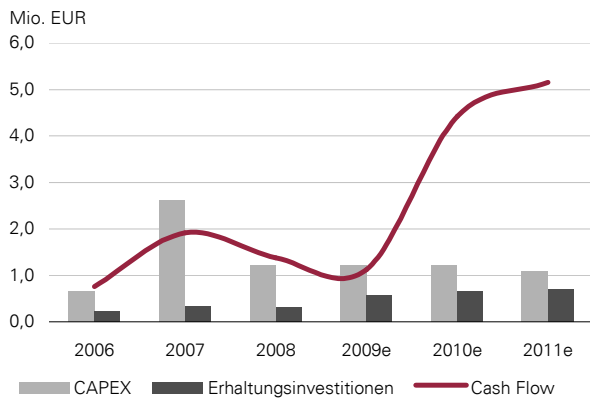
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,00%	3,25%
12,38%	27,61	27,78	27,97	28,16	28,37	28,58	28,81
11,88%	28,95	29,16	29,37	29,60	29,84	30,10	30,37
11,63%	29,67	29,90	30,13	30,38	30,65	30,92	31,22
<b>11,38%</b>	30,44	30,68	30,94	<b>31,21</b>	31,49	31,80	32,12
11,13%	31,24	31,50	31,78	32,08	32,39	32,72	33,08
10,88%	32,09	32,37	32,68	33,00	33,34	33,71	34,10
10,38%	33,93	34,28	34,64	35,03	35,44	35,88	36,35

## 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
12,38%	26,49	27,05	27,61	28,16	28,72	29,28	29,84
11,88%	27,84	28,43	29,01	29,60	30,19	30,78	31,37
11,63%	28,57	29,17	29,78	30,38	30,99	31,59	32,20
<b>11,38%</b>	29,34	29,96	30,58	<b>31,21</b>	31,83	32,45	33,07
11,13%	30,15	30,79	31,44	32,08	32,72	33,36	34,00
10,88%	31,02	31,68	32,34	33,00	33,66	34,33	34,99
10,38%	32,91	33,62	34,32	35,03	35,73	36,44	37,15

Quelle: SES Research

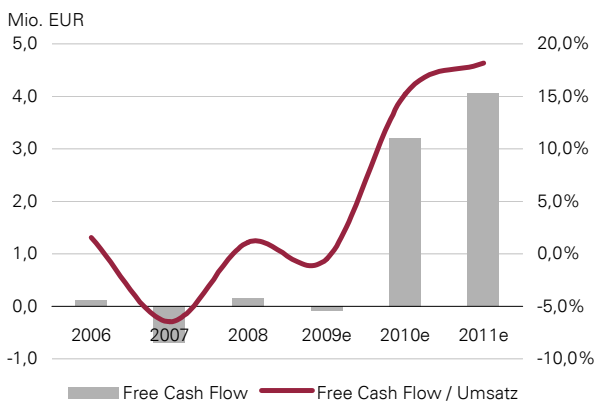
**Investitionen und Cash Flow - GK Software**



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

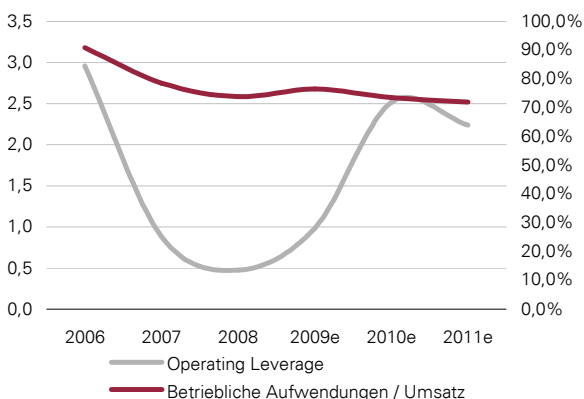
**Free Cash Flow Generation - GK Software**



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

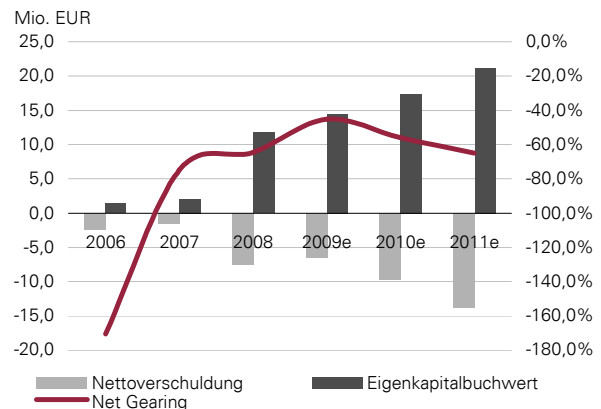
**Operating Leverage - GK Software**



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

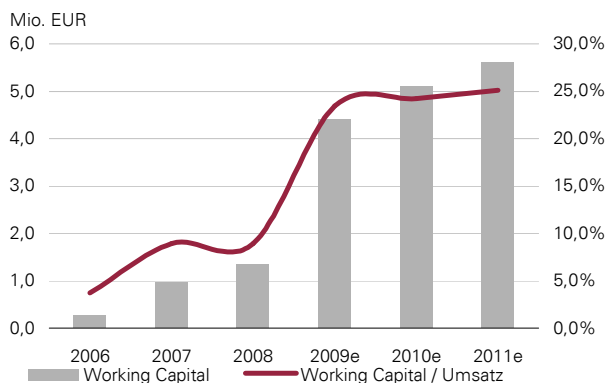
**Bilanzqualität - GK Software**



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)

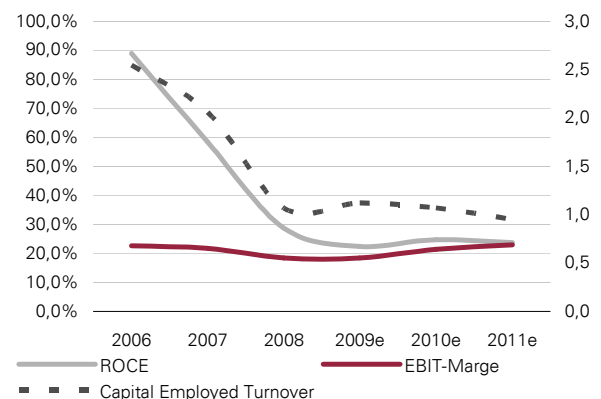
**Working Capital - GK Software**



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

**ROCE Entwicklung - GK Software**



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 Speicherung 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.

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.

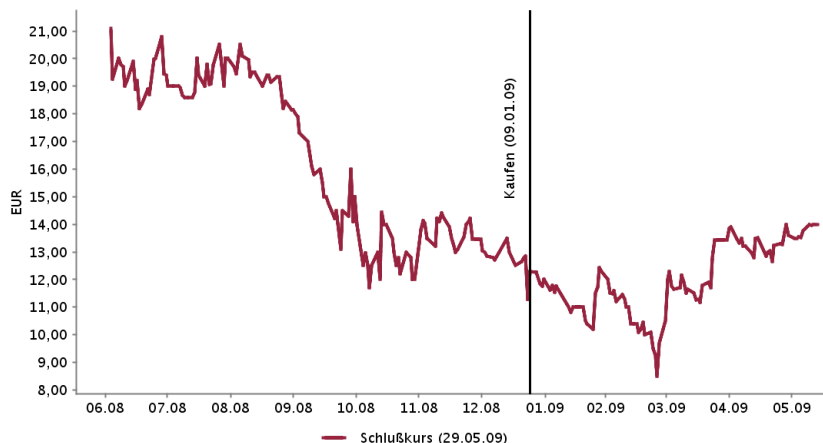
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	101	49%
Halten	70	34%
Verkaufen	25	12%
Empf. ausgesetzt	11	5%
<b>Gesamt</b>	<b>207</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	56%
Halten	44	34%
Verkaufen	7	5%
Empf. ausgesetzt	6	5%
<b>Gesamt</b>	<b>131</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
GK Software AG am 02.06.09**



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die SES Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

## 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 Rüschemier</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>Denis Moreau</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2669 dmoreau@mmwarburg.com	<b>Katharina Bruns</b> Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com
<b>Marco Schumann</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com		
<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com		