

**Halten** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 52,00** (alt: 46,00)

**Kurs** EUR 54,00  
**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: 15.04.2010 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 89,9 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 79,2 Mio.  
**Buchwert:** EUR 15,5 Mio.  
**Aktienanzahl:** 1,7 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 0,3 Mio.

**Aktionäre:**  
GK Software Holding 59,8 %  
Free Float 34,8 %  
Rainer GläÙ 3,2 %  
Stephan Kronmüller 2,3 %

**Termine:**  
Zahlen 2009 27.04.10  
Zahlen Q1 26.05.10  
HV 17.06.10  
Zahlen Q2 26.08.10

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	19,5	19,5	26,5	-3,8	27,0	14,8
<b>EBIT</b>	3,6	35,7	7,6	-35,8	7,7	-19,4
<b>EPS</b>	1,66	32,5	3,35	-34,6	3,41	-18,8

Analyse: SES Research  
Publikationsdatum: 16.04.2010  
Analyst:  
Felix Ellmann +49 (0)40-309537-120  
ellmann@ses.de

**Starke Zahlen - auch dank vorteilhafter Umsatzrealisierung**

Am 15.04.10 gab die GK Software die vorläufigen Zahlen für das Jahr 2009 bekannt. Diese lagen **deutlich über den Erwartungen**. Dies ist teilweise auf eine differierende Verbuchung von Umsätzen aus dem SAP-Auftrag zurückzuführen (s.u.):

**GK Software - Q4 2009**

Angaben in Mio. EUR	Q4/09	Q4/09e	Q4/08	yoy	2009	2009e	2008	yoy
<b>Umsatz</b>	10,1	7,1	4,2	143,2%	23,3	19,5	15,0	55,0%
<b>EBIT</b>	4,2	2,9	0,7	506,7%	4,9	3,6	2,8	75,5%
<i>Marge</i>	<i>41,0%</i>	<i>40,8%</i>	<i>16,5%</i>		<i>20,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>18,5%</i>	

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

Zuvor wurde bekannt gegeben (01.04.10), dass es gelungen ist, **einen führenden russischen Einzelhändler als Kunden zu gewinnen**. Zuvor war dort ein erfolgreiches Pilotprojekt durchgeführt worden. Der Auftrag sieht vor, mehr als 1.000 Filialen mit der Lösung GK/Retail auszustatten. Dabei wird die Komplettlösung aus Kasse, Warenwirtschaftsprozessen, SAP-Anbindung und Store Device Control eingesetzt. Der Name des Kunden wurde nicht bekannt gegeben. Auch wenn 1.000 Filialen im Vergleich zu einem EDEKA-Auftrag (13.500 Filialen) wenig erscheinen, ist dies absolut positiv zu werten, denn **GK erschließt jetzt vertrieblisch den russischen Markt**. Mit dieser Referenz sollte es gelingen **weitere russische Kunden zu überzeugen**. Dies unterstreicht die hervorragende strategische Ausrichtung des Unternehmens auch im Hinblick auf mittelfristiges Internationalisierungspotenzial.

**Anpassung der Prognosen und des Kurszieles:** Aufgrund der sich abzeichnenden erfolgreichen Internationalisierung, der auch im Heimatmarkt unvermindert erfolgreichen Kundengewinnung (Hornbach, Ludwig Beck) und der engen Kooperation mit SAP werden die **langfristigen Umsatzprognosen angehoben**. Auch für den kurzfristigen Zeitraum (Jahre 2009/10/11) werden die Prognosen deutlich angepasst. Dies hat jedoch vor allem einen anderen Grund: Da zum Zeitpunkt der Prognoseerstellung (13.10.09) noch nicht bekannt war, wie wesentliche Aufträge verbucht werden können, lässt sich dies nach erfolgter Bekanntgabe der vorläufigen Zahlen etwas genauer beziffern. In Anbetracht der vorgelegten Zahlen erscheint es realistisch, dass neben Verschiebungen in der Umsatzplanung das 2009er EBIT stärker (wie Berichtet) und dafür das 2010/11er EBIT schwächer ausfällt, als bislang erwartet. Insgesamt liegen auch die Kosten etwas höher als zunächst angenommen. Zusammengenommen führen die Effekte (höhere Kosten aber und langfristig stärkere Top-Line) zu einer leichten **Erhöhung des Kurszieles von EUR 46 auf EUR 52**.

Das Unternehmen wird voraussichtlich **am 27.04.10 die Geschäftszahlen für das Jahr 2009 und einen dedizierten Ausblick** für 2010 bekannt geben. Letzterer wird voraussichtlich tendenziell vorsichtig ausfallen und auch strukturellen Risiken Rechnung tragen, die aus dem extrem starken Wachstum der letzten Quartale resultieren. Insbesondere wird das Unternehmen einen starken Fokus auf die professionelle Durchführung der gewonnenen Projekte legen und die unternehmensstrukturellen Grundlagen für die Gewinnung weiterer Projekte schaffen.

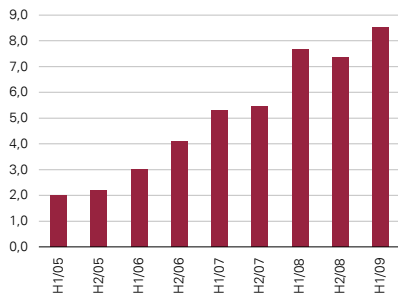
Vor dem Hintergrund des Erreichens **des Kurszieles** bzw. der **sehr guten Kursentwicklung** der vergangenen Quartale, die bereits eine sehr gute weitere Unternehmensentwicklung antizipiert, wird nun eine **Herabstufung der Aktie von Kaufen auf Halten** vorgenommen.

**Geschäftsjahresende:**

31.12.	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<i>in EUR Mio</i>							
<b>Umsatz</b>	4,2	7,1	10,7	15,0	23,3	25,5	31,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	69,7 %	51,8 %	39,9 %	55,0 %	9,4 %	21,6 %
<b>Rohertrag</b>	4,8	8,1	10,8	14,1	23,0	25,0	30,4
<i>Rohertragsmarge</i>	115,1 %	115,1 %	100,7 %	93,6 %	98,5 %	98,0 %	98,0 %
<b>EBITDA</b>	0,2	0,3	2,9	3,5	6,8	6,5	8,2
<i>EBITDA-Marge</i>	16,9 %	27,4 %	26,6 %	23,2 %	29,0 %	25,5 %	26,5 %
<b>EBIT</b>	0,0	0,0	2,3	2,8	4,9	4,8	6,2
<i>EBIT-Marge</i>	12,5 %	22,6 %	21,7 %	18,5 %	20,9 %	19,0 %	20,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	-0,2	-0,7	1,6	2,0	3,7	3,7	4,6
<b>EPS</b>	1,94	6,18	312,26	1,22	2,20	2,19	2,77
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	7,34	0,73	-138,62	0,10	0,35	2,16	2,30
<b>Dividende</b>	0,00	5,33	36,86	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	9,9 %	68,3 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	19,7	11,6	7,7	5,5	3,6	3,1	2,4
<b>EV/EBITDA</b>	452,5	240,8	28,8	23,6	12,3	12,2	9,2
<b>EV/EBIT</b>	n.a.	n.a.	35,3	29,7	17,0	16,3	12,2
<b>KGV</b>	27,8	8,7	0,2	44,3	24,5	24,7	19,5
<b>ROCE</b>	63,5 %	88,8 %	58,3 %	28,7 %	30,6 %	25,1 %	26,7 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	0,9 %	2,4 %	3,5 %	4,2 %	8,2 %	8,2 %	10,9 %

**Entwicklung Umsatz**

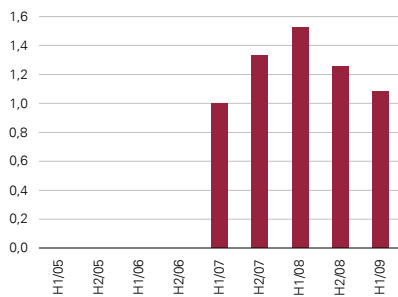
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Entwicklung EBIT**

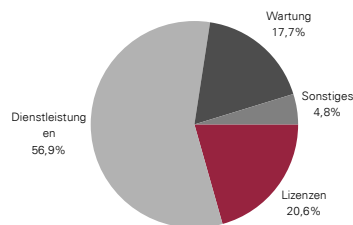
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Umsatz nach Arten**

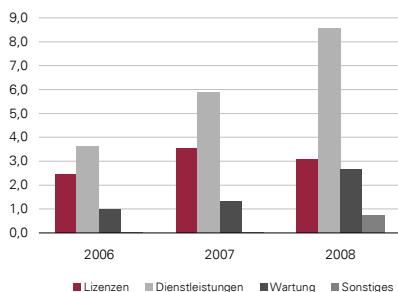
2008



Quelle: GK Software

**Umsaufteilung nach Arten**

in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Unternehmenshintergrund**

Die GK Software ist führender Softwareanbieter für den Einzelhandel. Die Zahl der Installationen der GK Software beträgt über 55.000 in 22 Ländern. 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.

Die Geschäftstätigkeit der GK Software AG gliedert sich in zwei Bereiche. Zum einen der Verkauf der Produktlizenzen und zum anderen die damit verbundenen Dienstleistungen.

**Wettbewerbsqualität**

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 Nordic...) sprechen eine andere Sprache: Dank hohem Standardisierungsgrad und starker Fokussierung werden die Lösungen innerhalb von vergleichsweise schnellen 12-15 Monaten implementiert.
- Gleichzeitig liegen die Personalkosten bei GK Software rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmannschaft 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.

**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>23,3</b>	<b>25,5</b>	<b>31,0</b>
Bestandsveränderungen	0,5	1,0	0,0	-1,3	-0,5	-0,5	-0,6
Aktivierete Eigenleistungen	0,3	0,3	0,6	0,8	1,2	1,3	1,6
<b>Gesamtleistung</b>	<b>5,0</b>	<b>8,4</b>	<b>11,3</b>	<b>14,6</b>	<b>24,0</b>	<b>26,3</b>	<b>31,9</b>
Materialaufwand	0,2	0,2	0,5	0,5	1,0	1,3	1,6
<b>Rohertrag</b>	<b>4,8</b>	<b>8,1</b>	<b>10,8</b>	<b>14,1</b>	<b>23,0</b>	<b>25,0</b>	<b>30,4</b>
Personalaufwendungen	3,1	4,9	6,2	8,0	13,5	15,0	18,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,4	0,4	0,8	0,9	1,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	1,5	2,2	3,0	3,5	4,3	5,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<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>EBITDA</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>	<b>2,9</b>	<b>3,5</b>	<b>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>8,2</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,3	0,3	0,7	0,6	0,8
<b>EBITA</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>	<b>3,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,9</b>	<b>7,4</b>
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	0,4	1,2	1,0	1,2
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>4,9</b>	<b>4,8</b>	<b>6,2</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>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>6,5</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,9</b>	<b>5,2</b>	<b>5,1</b>	<b>6,5</b>
Steuern gesamt	0,2	0,7	0,7	0,8	1,5	1,5	1,9
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</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>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,6</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 %	5,0 %	5,0 %
<b>Rohertrag</b>	<b>115,1 %</b>	<b>115,1 %</b>	<b>100,7 %</b>	<b>93,6 %</b>	<b>98,5 %</b>	<b>98,0 %</b>	<b>98,0 %</b>
Personalaufwendungen	74,1 %	69,2 %	57,3 %	53,5 %	58,0 %	59,0 %	59,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,5 %	2,9 %	3,5 %	2,8 %	3,5 %	3,5 %	3,5 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,6 %	21,3 %	20,3 %	19,7 %	15,0 %	17,0 %	16,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<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>EBITDA</b>	<b>4,4 %</b>	<b>4,8 %</b>	<b>26,6 %</b>	<b>23,2 %</b>	<b>29,0 %</b>	<b>25,5 %</b>	<b>26,5 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,0 %	3,1 %	3,1 %	2,1 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %
<b>EBITA</b>	<b>1,3 %</b>	<b>1,7 %</b>	<b>23,5 %</b>	<b>21,2 %</b>	<b>25,9 %</b>	<b>23,0 %</b>	<b>24,0 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,3 %	1,7 %	1,8 %	2,7 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>21,7 %</b>	<b>18,5 %</b>	<b>20,9 %</b>	<b>19,0 %</b>	<b>20,0 %</b>
Zinserträge	1,3 %	1,5 %	0,4 %	1,5 %	1,3 %	1,2 %	1,0 %
Zinsaufwendungen	2,2 %	1,2 %	1,5 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,9 %	0,3 %	-1,1 %	0,6 %	1,3 %	1,2 %	1,0 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-0,9 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>22,2 %</b>	<b>20,2 %</b>	<b>21,0 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>-0,9 %</b>	<b>0,3 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>19,1 %</b>	<b>22,2 %</b>	<b>20,2 %</b>	<b>21,0 %</b>
Steuern gesamt	4,7 %	9,8 %	6,1 %	5,5 %	6,4 %	5,9 %	6,1 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>-5,6 %</b>	<b>-9,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>14,9 %</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>-5,6 %</b>	<b>-9,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>14,9 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-5,6 %</b>	<b>-9,5 %</b>	<b>14,5 %</b>	<b>13,5 %</b>	<b>15,8 %</b>	<b>14,3 %</b>	<b>14,9 %</b>

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

**Bilanz GK Software**

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,7	1,1	1,6	1,1	-0,1	-1,0
davon übrige imm. VG	0,5	0,7	1,1	1,6	0,6	-0,1	-1,0
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	3,5	3,7	3,7
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>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>
Vorräte	1,0	2,0	2,0	0,7	2,6	2,8	3,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,8	2,3	3,0	4,8	5,2	6,4
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	8,4	12,0	15,9
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>8,1</b>	<b>15,4</b>	<b>18,6</b>	<b>22,8</b>	<b>28,4</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>19,6</b>	<b>23,2</b>	<b>26,4</b>	<b>31,1</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	3,7	7,4	12,0
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	15,5	18,6	23,2
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>15,5</b>	<b>18,6</b>	<b>23,2</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	0,5	0,6
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>7,8</b>	<b>7,9</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>5,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,8</b>	<b>19,6</b>	<b>23,2</b>	<b>26,4</b>	<b>31,1</b>

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

**Bilanz GK Software**

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,9 %	9,3 %	9,6 %	8,3 %	4,7 %	-0,3 %	-3,1 %
davon übrige imm. VG	8,9 %	9,3 %	9,6 %	8,3 %	2,5 %	-0,3 %	-3,1 %
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 %	14,9 %	13,9 %	11,8 %
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>19,6 %</b>	<b>13,7 %</b>	<b>8,7 %</b>
Vorräte	18,3 %	26,0 %	16,9 %	3,8 %	11,2 %	10,6 %	10,9 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,5 %	10,6 %	19,2 %	15,4 %	20,7 %	19,7 %	20,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	20,0 %	18,7 %	7,6 %	14,1 %	11,9 %	10,5 %	8,9 %
Liquide Mittel	41,8 %	31,9 %	24,6 %	45,2 %	36,4 %	45,6 %	51,0 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>86,6 %</b>	<b>87,2 %</b>	<b>68,3 %</b>	<b>78,5 %</b>	<b>80,2 %</b>	<b>86,3 %</b>	<b>91,4 %</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 %	7,2 %	6,3 %	5,4 %
Kapitalrücklage	0,0 %	0,0 %	0,0 %	37,9 %	32,1 %	28,2 %	23,9 %
Gewinnrücklagen	3,7 %	2,7 %	1,4 %	0,2 %	16,0 %	27,9 %	38,5 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,5 %	14,1 %	14,6 %	13,5 %	11,4 %	8,1 %	6,9 %
Buchwert	9,9 %	18,7 %	17,3 %	60,1 %	66,6 %	70,5 %	74,7 %
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>66,6 %</b>	<b>70,5 %</b>	<b>74,7 %</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 %	4,6 %	4,0 %	3,4 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	11,7 %	6,4 %	5,4 %	4,8 %	4,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,6 %	2,6 %	1,7 %	2,7 %	1,7 %	1,9 %	1,9 %
Sonstige Verbindlichkeiten	76,1 %	61,9 %	54,0 %	25,5 %	21,6 %	19,0 %	16,1 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>90,5 %</b>	<b>81,8 %</b>	<b>82,6 %</b>	<b>40,0 %</b>	<b>33,3 %</b>	<b>29,6 %</b>	<b>25,5 %</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	3,7	3,7	4,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,3	0,3	0,7	0,6	0,8
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	1,2	1,0	1,2
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>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,6</b>
Veränderung Vorräte	-0,5	-1,0	0,0	1,3	-1,9	-0,2	-0,6
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	-0,8	-1,6	-1,2	-1,8	-0,4	-1,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,2	0,2	1,3	-1,1	-0,1	0,1	0,1
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	-3,8	-0,5	-1,7
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</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	-0,4	3,6	3,8
<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>8,4</b>	<b>12,0</b>	<b>15,9</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 %	74,0 %	77,5 %	76,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	46.356	58.025	66.326	79.100	100.866	105.133	125.303
EBITDA je Mitarbeiter	7.833	15.918	17.648	18.384	29.251	26.809	33.205
EBIT-Marge	12,5 %	22,6 %	21,7 %	18,5 %	20,9 %	19,0 %	20,0 %
EBITDA / Operating Assets	-31,8 %	-290,3 %	89,7 %	98,2 %	82,5 %	73,0 %	77,5 %
ROA	40,5 %	90,4 %	41,7 %	48,1 %	80,6 %	101,2 %	171,6 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	19,0	23,1	4,1	5,8	6,7	6,9	8,5
Operating Assets Turnover	-1,9	-10,6	3,4	4,2	2,8	2,9	2,9
Capital Employed Turnover	5,1	2,5	2,1	1,1	1,3	1,2	1,2
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	63,5 %	88,8 %	58,3 %	28,7 %	30,6 %	25,1 %	26,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	85,6 %	107,8 %	71,5 %	36,2 %	42,4 %	33,6 %	35,4 %
ROE	52,6 %	64,4 %	76,5 %	17,3 %	23,8 %	19,6 %	19,9 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	105,2 %	93,0 %	89,7 %	29,4 %	27,0 %	21,5 %	22,1 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	105,2 %	93,0 %	89,7 %	29,4 %	27,0 %	21,5 %	22,1 %
ROIC	30,3 %	31,4 %	28,2 %	14,0 %	20,1 %	17,1 %	17,8 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-2,3	-2,5	-1,5	-7,6	-7,2	-10,8	-14,6
Net Gearing	-423,5 %	-170,5 %	-74,9 %	-64,5 %	-46,5 %	-57,9 %	-62,9 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	72000,0 %	148,3 %	938,8 %	1231,3 %	1482,5 %	1850,2 %
Current ratio	1,0	1,4	1,2	2,7	3,4	4,1	5,0
Acid Test Ratio	0,8	0,7	0,7	2,2	2,4	3,0	3,7
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	0,6	3,6	3,8
Free Cash Flow / Umsatz	26,4 %	1,6 %	-6,5 %	1,1 %	2,5 %	14,1 %	12,4 %
Adj. Free Cash Flow	0,7	1,9	2,9	3,5	6,8	6,5	8,2
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	10,6 %	14,3 %	16,7 %	18,0 %	19,5 %	17,1 %	17,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	378,4 %	11,9 %	-44,4 %	8,2 %	15,7 %	98,4 %	83,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,3 %	4,3 %	1,7 %	3,9 %	3,5 %	2,9 %	2,2 %
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 %	5,2 %	4,8 %	3,5 %
Maint. Capex / Umsatz	3,0 %	3,1 %	3,1 %	2,0 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	304,9 %	190,9 %	496,2 %	169,0 %	64,4 %	73,3 %	54,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-32,3 %	-7,7 %	5,7 %	7,6 %	13,8 %	21,0 %	20,8 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	67,7 %	412,1 %	1142,9 %	574,7 %	1200,0 %	1040,0 %	1066,7 %
Inventory processing period (Tage)	89,7	103	67,9	365	40,6	40,6	40,6
Receivables collection period (Tage)	31,8	42,1	76,9	77,0	75,0	75,0	75,0
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	73,0	76,0	81,8
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	n.a.	9,9 %	68,3 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	162,6	62,4	44,1	7,6	5,8	4,8	3,9
EV/sales	19,7	11,6	7,7	5,5	3,6	3,1	2,4
EV/EBITDA	452,5	240,8	28,8	23,6	12,3	12,2	9,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	35,3	29,7	17,0	16,3	12,2
EV/FCF	74,8	748,7	n.m.	496,1	143,3	22,0	19,6
P/E	27,8	8,7	0,2	44,3	24,5	24,7	19,5
P/CF	189,3	39,2	42,3	37,3	16,2	16,9	13,6
Adj. Free Cash Flow Yield	0,6 %	2,8 %	2,6 %	2,9 %	6,7 %	6,7 %	8,8 %

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	3,7	3,7	4,6
+ Abschreibung + Amortisation	0,3	0,5	0,7	1,9	1,7	2,0
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
+ Steuern	0,7	0,7	0,8	1,5	1,5	1,9
- 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>6,8</b>	<b>6,5</b>	<b>8,2</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	2,4%	3,5%	4,2%	8,2%	8,2%	10,9%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>82,4</b>	<b>82,4</b>	<b>82,4</b>	<b>82,8</b>	<b>79,2</b>	<b>75,3</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>19,4</b>	<b>28,6</b>	<b>34,9</b>	<b>67,6</b>	<b>65,0</b>	<b>82,2</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,6	-7,6	-7,6	-7,2	-10,8	-14,6
- 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>74,7</b>	<b>75,8</b>	<b>96,7</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>44,86</b>	<b>45,50</b>	<b>58,09</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-70,0%	-59,8%	-52,8%	-16,9%	-15,7%	7,6%

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

	13,0%	13,51	17,74	20,67	35,50	36,48	46,70
	12,0%	14,26	18,85	22,02	38,10	38,99	49,86
Fairer	11,0%	15,14	20,15	23,61	41,18	41,95	53,60
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>16,20</b>	<b>21,71</b>	<b>25,51</b>	<b>44,86</b>	<b>45,50</b>	<b>58,09</b>
Yield	9,0%	17,50	23,61	27,85	49,37	49,83	63,57
	8,0%	19,12	26,00	30,76	55,01	55,26	70,42
	7,0%	21,20	29,07	34,51	62,26	62,23	79,23

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	23,3	25,5	31,0	35,7	39,9	43,9	47,4	49,8	52,3	54,9	57,7	60,5	63,6	65,2
Veränderung	55,0%	9,4%	21,6%	15,0%	12,0%	10,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
EBIT	4,9	4,8	6,2	7,1	8,0	8,8	9,5	10,0	10,5	11,0	11,5	12,1	12,7	13,0
EBIT-Marge	20,9%	19,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	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	3,5	3,4	4,4	5,0	5,6	6,1	6,6	7,0	7,3	7,7	8,1	8,5	8,9	9,1
Abschreibungen	1,9	1,7	2,0	2,5	2,4	2,2	1,9	1,5	1,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7
in % vom Umsatz	8,1%	6,5%	6,5%	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	-3,8	-0,5	-1,7	0,2	-0,1	0,2	0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2
- Investitionen	-1,2	-1,2	-1,1	-2,5	-2,4	-2,2	-1,9	-1,5	-1,0	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7
Investitionsquote	5,2%	4,8%	3,5%	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	0,1	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)	0,4	3,4	3,6	5,2	5,5	6,3	7,0	6,6	7,5	7,3	7,7	8,1	8,5	8,9

## Modellparameter

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

## Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	47,5		
Terminal Value	33,5		
Verbindlichkeiten	-1,3		
Liquide Mittel	7,2	Aktienzahl (Mio.)	1,67
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>86,8</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>52,13</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%	45,64	46,03	46,43	46,86	47,31	47,79	48,30
11,16%	47,91	48,36	48,84	49,34	49,88	50,44	51,05
10,91%	49,14	49,63	50,15	50,70	51,28	51,90	52,55
<b>10,66%</b>	50,44	50,97	51,54	<b>52,13</b>	52,77	53,44	54,17
10,41%	51,82	52,40	53,01	53,66	54,35	55,10	55,89
10,16%	53,28	53,91	54,58	55,29	56,05	56,87	57,74
9,66%	56,48	57,23	58,04	58,89	59,82	60,80	61,87

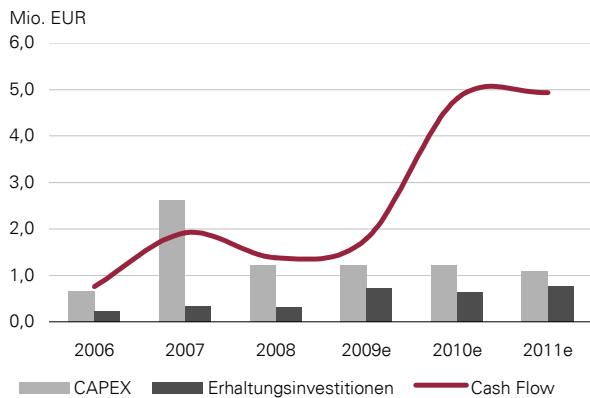
## Delta EBIT-Marge

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%	43,38	44,54	45,70	46,86	48,02	49,19	50,35
11,16%	45,67	46,89	48,12	49,34	50,57	51,79	53,02
10,91%	46,92	48,18	49,44	50,70	51,96	53,21	54,47
<b>10,66%</b>	48,24	49,54	50,84	<b>52,13</b>	53,43	54,72	56,02
10,41%	49,66	50,99	52,33	53,66	55,00	56,33	57,67
10,16%	51,16	52,54	53,91	55,29	56,67	58,04	59,42
9,66%	54,49	55,96	57,43	58,89	60,36	61,83	63,30

Quelle: SES Research



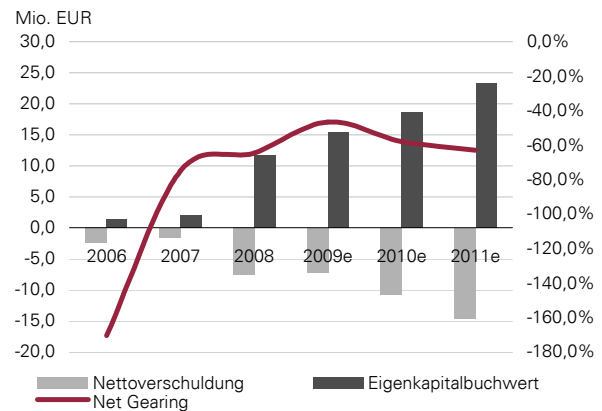
**Investitionen und Cash Flow - GK Software**



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

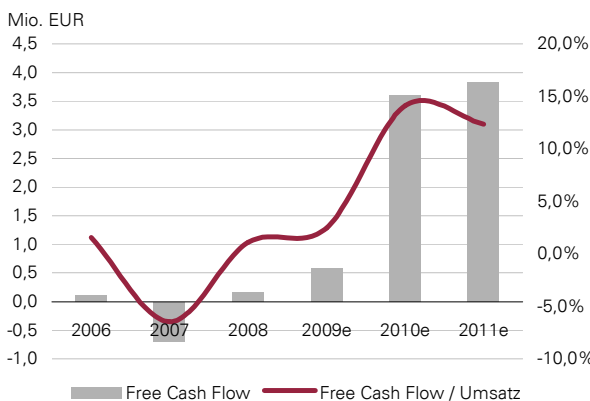
**Bilanzqualität - GK Software**



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)

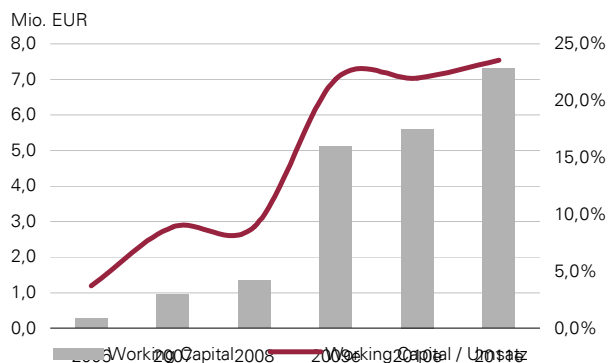
**Free Cash Flow Generation - GK Software**



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

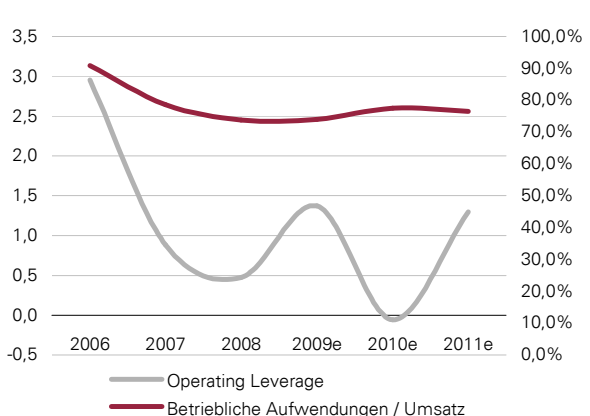
**Working Capital - GK Software**



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

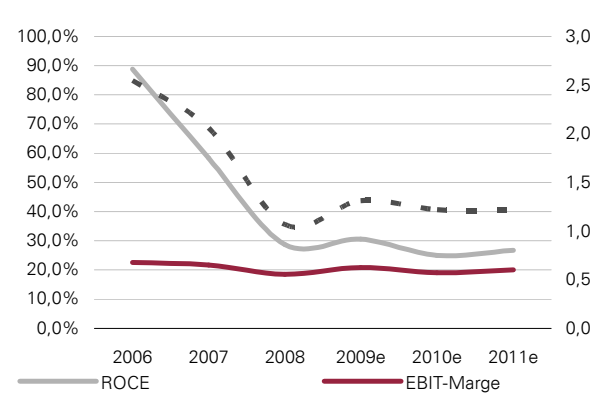
**Operating Leverage - GK Software**



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

**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.

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.

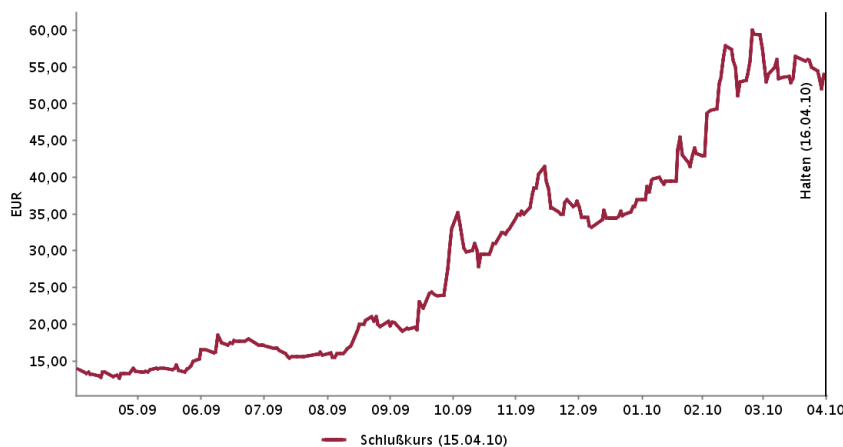
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	56%
Halten	55	28%
Verkaufen	11	6%
Empf. ausgesetzt	23	12%
<b>Gesamt</b>	<b>200</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	84	62%
Halten	34	25%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	15	11%
<b>Gesamt</b>	<b>135</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
GK Software AG am 16.04.10**



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		

## 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>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	<b>Christian Alisch</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve @mmwarburg.com	<b>Fabrice Farigoule</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 – 2664 ffarigoule@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>Benjamin Kassen</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	<b>Michael Kriszun</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	<b>Dirk Rosenfelder</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Felix Schulte</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@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>Philipp Stumpfegger</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
		<b>Andreas Wessel</b> Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com