

Datum **03.09.2008**



GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**
 Preis (28.08.08): **€ 19,50**
 Marktkapitalisierung **€ 32,5 Mio.**
 Streubesitz **24,93 %**

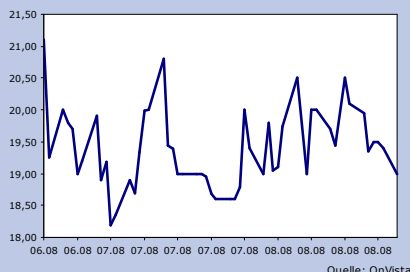
Finanzkalender

10.11. – Eigenkapitalforum
 12.11.2008 2008
 27.11.2008 Q3-Bericht
 16.04.2009 GB 2008
 14.05.2009 Q1-Bericht
 11.06.2009 HV 2009

Aktionärsstruktur

GK Software Holding **70,57%**
 R. Gläß **2,25%**
 S. Kronmüller **2,25%**

Kursentwicklung



Michael Vara

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

Daniel Grossjohann

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

GK SOFTWARE AG

Starkes 1. Halbjahr, neue Referenzkunden gewonnen

■ **Empfehlung: Kaufen** ■ **Kursziel: € 45,50**

Im ersten Halbjahr verzeichnete GK deutliche Umsatzzuwächse (+45,5%), das EBIT legte mit 80,7% überproportional zu. Mit dem im Juli vermeldeten weltweiten ESCADA-Auftrag ist GK SOFTWARE die Erschließung des Luxury- und Textilssegmentes gelungen. Dies zeigt, dass GK/Retail sich auf Grund der regionalen Anpassungsfähigkeit (Handelsgepflogenheiten) auch gegen den Wettbewerb großer Anbieter durchsetzen kann. Operativ befindet sich das Unternehmen weiter auf der Erfolgsspur. Nach erfolgreichem IPO in schwierigem Marktumfeld wurde dies bisher von den Investoren jedoch kaum wahrgenommen. Wir sehen den fairen Wert pro Aktie bei € 45,50 und empfehlen die Aktie zum Kauf.

Investment Highlights

- Mit einem Umsatz von € 7,69 Mio. (1.Hj. 07: € 5,28 Mio.) zeigte GK SOFTWARE dynamisches Wachstum. Das operative Ergebnis wuchs mit 80,7% deutlich überproportional auf € 1,52 Mio. Dies entspricht einer EBIT-Marge (exkl. IPO-Aufwand) von 19,8% (1.Hj. 07: 15,9%). Das gegenwärtig starke Wachstum, bei gleichzeitig hohen Margen, deutet auf die Einhaltung unserer Erwartungen, die mit einem Umsatz von € 14,6 Mio. und EBIT von € 3,65 Mio. am oberen Rand der Guidance liegt, hin. Der IPO-Aufwand wurde erfolgsneutral mit dem Eigenkapital verrechnet, nach dem 30.6. werden weitere etwa € 0,6 Mio. liquide Mittel abfließen.
- Den konjunkturellen Einfluss auf das Geschäft der GK SOFTWARE stufen wir als gering ein. Der Investitionsstau in der Branche löst sich gegenwärtig technologiegetrieben auf. Konjunkturelle Faktoren spielen bei diesen strategisch bedeutsamen Projekten eine untergeordnete Rolle (vgl. ESCADA). Gegenwärtig gibt es im Markt keine Anzeichen von Ausschreibungsverschiebungen, so dass wir davon ausgehen, dass das Marktsegment sich auch bei einer weiteren konjunkturellen Eintrübung robust zeigen wird. Die Großprojekte können jedoch Volatilitäten in der Umsatzentwicklung bedingen.
- Durch die Integrationsplattform StoreWeaver wird die Einbindung der Filialen eines Handelsunternehmens an Enterprise-Systeme gewährleistet. Zentrale Vorteile hierbei sind, neben der Plattformunabhängigkeit, die schnelle Internationalisierbarkeit der Lösung, sowie die Möglichkeit die Hardwarestruktur (wie z.B. Kassen, Waagen) zentral zu steuern. Bei einer IT-Struktur mit kleinen verteilten Systemen, wie sie bei vielen Händlern (u.a. ESCADA) vorzufinden sind, kann dies ein entscheidender Vorteil sein.
- Das Unternehmen geht für 2008 von deutlich zweistelligen Wachstumsraten bei Umsatz und Ertrag aus. Wir gehen weiterhin von einem rund 36%igen Umsatzwachstum aus.

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2006	7,1	0,9	0,74	n.m.	n.m.	n.m.	22,6	94,9
2007	10,7	1,6	1,25	n.m.	n.m.	n.m.	21,7	88,7
2008e	14,6	2,7	1,64	11,86	1,4	5,7	25,0	38,3
2009e	20,6	5,0	3,00	6,51	0,8	2,3	33,0	33,9
2010e	27,9	7,1	4,27	4,57	0,3	0,9	35,0	34,2

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

ESCADA wird GK/Retail weltweit einführen. Hiervon sind über 400 Shops in 60 Ländern betroffen. Die Implementierung startet 2009 mit der Einbindung der 194 ESCADA eigenen Shops und der Einbindung der über 200 Franchise-Shops. Die Vertragsparteien haben gegenseitiges Stillschweigen über die Dealsize vereinbart; wir schätzen das Auftragsvolumen auf rund € 1 Mio. Die Projektdauer zur weltweiten Implementierung dürfte bei etwa 18 Monaten liegen. Die Einführung der GK/Retail Lösung, in der gegenwärtigen Umbruchsituation in der sich ESCADA befindet, zeigt in unseren Augen auch den strategischen Nutzen (Kundenbindung, Kostensenkung und optimierte Organisation), den die Lösung den Händlern bringt.

Der ESCADA-Auftrag leistet einen wichtigen Beitrag für das weitere Wachstum der GK SOFTWARE. Erstmals konnte ein namhaftes Unternehmen aus dem Luxury- und dem Textilsegment gewonnen werden, was Signalcharakter haben dürfte. Der Auftrag liefert zudem einen entscheidenden Impuls zur weiteren Internationalisierung.

Neben ESCADA wurden nach dem Bilanzstichtag (des Halbjahres) mit der Gries Deco Company GmbH („DEPOT“) und der TSG 1899 Hoffenheim Fußball-Spielbetriebs GmbH zwei weitere Kunden gewonnen. In den 125 Filialen (Stand-alone, Franchise und shop-in-shop) der „DEPOT“ gehörte neben der GK-POS-Lösung, die auf der IBM Kassenhardware „SurePOS 500“ zum Einsatz kommt, auch das Backoffice System, der Storemanager und das GK/Retail Enterprise Cockpit zum von GK Software gestellten Gesamtpaket. Der Roll-Out wurde in nur zwei Monaten vollzogen. Die von SAP-Gründer Dietmar Hopp unterstützte TSG Hoffenheim wird den GK/Retail-Standard im Wesentlichen ohne weitere Anpassungen einsetzen können.

Wesentliche Veränderungen in der Bewertung gegenüber der pre-money-Bewertung anlässlich des Börsengangs der GK Software ergeben sich aus der erhöhten Aktienanzahl (jetzt 1,665 Mio. Stücke) und dem Nettoliquiditätszufluss, den wir auf rund € 7,4 Mio. beziffern. Bezogen auf die Schätzungen für 2008e und 2009e haben wir keine Anpassungen vorgenommen. Der faire Wert pro Aktie liegt bei € 45,50 und setzt sich zu gleichen Teilen aus FCF- und Peer-Group-Bewertung zusammen. Während die FCF-Methode einen Wert von € 54,80 liefert, impliziert der Peer-Vergleich einen Wert von € 36,20.

Risiken: 1) Geringere Größe und Kapitalkraft als breit aufgestellte Wettbewerber wie z.B. Wincor Nixdorf 2) Internationalisierung könnte höhere Investitionen erfordern als erwartet 3) Das Zeitfenster für die internationale Expansion ist auf etwa drei Jahre begrenzt.

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	4,172	7,079	10,745	14,607	20,592	27,863
Bestandsveränderungen	0,514	0,976	-0,002	-1,203	-1,696	-2,295
Aktivierete Eigenleistungen	0,317	0,318	0,558	1,265	1,784	2,413
Sonstige betriebliche Erträge	0,061	0,205	0,379	-0,043	-0,060	-0,082
Gesamtleistung	5,064	8,578	11,680	14,626	20,619	27,900
Materialaufwand	-0,204	-0,227	-0,486	-0,513	-0,791	-1,180
Rohergebnis	4,860	8,351	11,194	14,113	19,828	26,720
Personalaufwand	-3,090	-4,900	-6,152	-7,885	-9,976	-13,023
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwend.	-1,065	-1,509	-2,183	-1,979	-2,349	-3,104
EBITDA	0,705	1,942	2,859	4,249	7,503	10,593
Abschreibungen/Amortisation	-0,182	-0,342	-0,527	-0,598	-0,708	-0,841
EBIT	0,523	1,600	2,332	3,652	6,795	9,752
Finanzergebnis	-0,038	0,020	-0,115	0,258	0,331	0,394
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	0,485	1,620	2,217	3,909	7,126	10,146
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,194	-0,693	-0,656	-1,173	-2,138	-3,044
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	0,291	0,927	1,561	2,737	4,988	7,102
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,291	0,927	1,561	2,737	4,988	7,102
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,25	1,25	1,67	1,67	1,67
EPS	0,23	0,74	1,25	1,64	3,00	4,27
EPS bereinigt	0,23	0,74	1,25	1,64	3,00	4,27
DPS	0,00	0,00	0,64	0,00	0,00	0,00

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

(in € Mio.)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Anlagevermögen	0,717	1,025	3,748	4,360	5,358	6,825
Imm. Vermögenswerte	0,497	0,719	1,128	1,428	1,978	2,878
Sachanlagen	0,220	0,306	2,620	2,932	3,380	3,947
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	4,852	6,711	8,064	20,111	28,010	38,392
Vorräte	1,025	2,001	1,999	2,717	3,831	5,184
Forderungen	1,485	2,253	3,161	4,297	6,058	8,197
Kasse und WP	2,342	2,457	2,904	13,097	18,121	25,012
Sonst. Aktiva	0,014	0,006	0,018	0,018	0,018	0,018
Summe Aktiva	5,583	7,742	11,830	24,489	33,386	45,235
Eigenkapital	0,513	1,440	2,081	12,218	17,206	24,308
Rücklagen	0,513	1,440	2,081	12,218	17,206	24,308
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,257	0,707	0,577	0,580	0,582	0,585
Verbindlichkeiten	4,653	5,378	8,388	10,908	14,814	19,559
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,000	0,002	1,376	1,376	1,376	1,376
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	4,653	5,376	7,012	9,532	13,438	18,183
Sonstige Passiva	0,160	0,217	0,784	0,784	0,784	0,784
Summe Passiva	5,583	7,742	11,830	24,489	33,386	45,235

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,656	0,763	1,920	4,002	6,730	9,199
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,555	-0,653	-2,046	-1,210	-1,706	-2,308
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,000	0,002	0,573	7,400	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	1,101	0,112	0,447	10,193	5,025	6,891
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,342	2,457	2,904	13,097	18,121	25,012

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	16,9%	27,4%	26,6%	29,1%	36,4%	38,0%
EBIT-Marge	12,5%	22,6%	21,7%	25,0%	33,0%	35,0%
Vorsteueremarge	11,6%	22,9%	20,6%	26,8%	34,6%	36,4%
Nettomarge	7,0%	13,1%	14,5%	18,7%	24,2%	25,5%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	8,7%	n.m.	17,3%	22,8%	24,2%
ROE	113,5%	94,9%	88,7%	38,3%	33,9%	34,2%
ROCE	-86,2%	-212,9%	280,5%	205,7%	381,1%	516,2%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	77,3	85,3	76,8	83,5	98,2	120,5
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	5,4	11,2	11,2	15,6	23,8	30,7
Anzahl Mitarbeiter (Jahresdurchschnitt)	54	83	140	175	210	231
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	9,2%	18,6%	17,6%	49,9%	51,5%	53,7%
Gearing	-445,4%	-166,0%	-70,9%	-95,5%	-97,0%	-97,0%
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	0,29	1,02	1,57	2,00	3,42	4,77
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,15	0,49	-0,52	1,52	2,82	4,05
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,4%	4,8%	4,9%	4,1%	3,4%	3,0%
Capex/Umsatz	13,3%	9,2%	24,3%	8,3%	8,3%	8,3%
Working Capital/Umsatz	-58,4%	-13,8%	5,9%	10,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	40,0%	42,8%	29,6%	30,0%	30,0%	30,0%
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	n.m.	n.m.	n.m.	1,42	0,76	0,32
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	4,88	2,10	0,83
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	5,68	2,31	0,91
P/E berichtet	n.m.	n.m.	n.m.	11,86	6,51	4,57
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	n.m.	11,86	6,51	4,57
PCPS	n.m.	n.m.	n.m.	9,73	5,70	4,09

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

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

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

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

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	13.05.2008	keine	Kein Kursziel

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und –methoden:

Die Vara Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen –15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als –15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:
(03.09.2008)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
 (Schlusskurse vom 28.08.2008)

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.

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

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

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten. Mitarbeiter von Vara Research GmbH sind aber möglicherweise Eigentümer von Wertpapieren oder Anlagen, die in dem Dokument genannt sind (oder in Beziehung zu solchen stehen) und werden möglicherweise in dem Dokument genannte Wertpapiere oder Anlagen erwerben oder über solche disponieren.
- betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,
- waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,
- waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

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