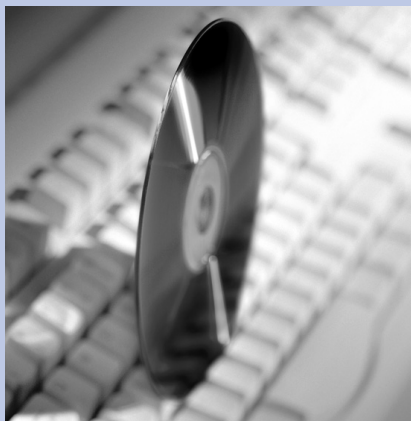


Datum **29.10.2009**



GK SOFTWARE AG

Partnerschaft mit SAP trägt bereits Früchte

■ **Empfehlung: Kaufen** ■ **Kursziel: € 37,75**

Im Zuge der Ende September vermeldeten strategischen Vertriebskooperation mit SAP hat die GK-Aktie deutlich zugelegt und unser altes Kursziel (€ 23,00) klar übertroffen. Das jüngste Großprojekt bei EDEKA resultiert bereits aus der Kooperation mit SAP. GK dürfte weiterhin erheblich von der Vertriebskraft der SAP profitieren, da die beiden durch SAP vertriebenen GK-Module eine wichtige Lücke im Produktportfolio der SAP für den Einzelhandel schließen. Bedingt durch den Großauftrag, der sich über bis zu drei Jahre erstrecken dürfte, haben wir unsere Umsatzschätzung für 2010 um 7% angehoben. Das Kursziel steigt auf € 37,75 pro Aktie (Kurspotenzial: 26%). Dementsprechend empfehlen wir den Wert zum Kauf.

Investment Highlights

- Die mit SAP am 30. September geschlossene strategische Partnerschaft, hat sich bereits in einem ersten Großauftrag materialisiert. Gemeinsam mit dem Partner SAP wird GK im Rahmen des Lunar-Projektes der EDEKA 6.000 Filialen ausstatten. Seit Unternehmensgründung hat GK 13.500 Filialen verschiedener Händler ausgestattet. Dieser Vergleich zeigt die Dimension des neuen Projektes und die Zugkraft, die die Kooperation mit SAP entfalten könnte. Wir schätzen die Dauer des bisher größten Einzelprojektes der GK auf bis zu drei Jahre, erste Erlöse könnten bereits in 2009 sichtbar werden. Der Umsatzbeitrag des gesamten EDEKA-Projektes dürfte sich auf ein zweistelliges Millionenvolumen belaufen. Die 2010er Umsatzprognose haben wir jedoch aus Gründen der Vorsicht um lediglich € 2 Mio. angehoben. Umsätze aus dem Altbestand und dem EDEKA-Projekt implizieren für das kommende Jahr weitere Neukundenumsätze im unteren bis mittleren einstelligen Millionenbereich.
- Die von SAP vertriebenen GK-Lösungen adressieren die Themen „Store Device Control“ und „Offline-fähige mobile Filialprozesse“. Gegenstand der „Store Device Control“ ist die Steuerung und Vernetzung von Peripheriegeräten – ein für SAP sehr wichtiges Feld zur Echtzeit-Integration der Filial-Daten in das zentrale SAP-System. Beide GK-Lösungen sind den Themen Warenwirtschaftsprozesse/Infrastruktur zuzuordnen und von strategischer Bedeutung.

GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**
 Preis (28.10.09): **€ 30,00**
 Marktkapitalisierung **€ 50 Mio.**
 Streubesitz **24,33 %**

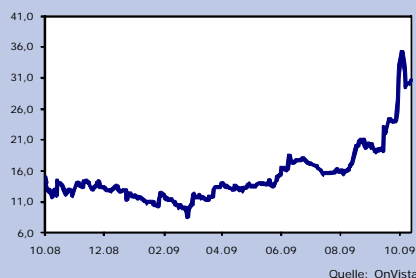
Finanzkalender

27.11.2009 Q3-Bericht

Aktionärsstruktur

GK Software Holding **70,57%**
 R. Gläß **2,85%**
 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

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2007	10,7	1,6	1,25	n.m.	n.m.	n.m.	21,7	88,7
2008	15,0	2,0	1,22	13,92	1,9	10,2	18,5	29,3
2009e	18,5	3,2	1,95	15,41	2,3	10,4	21,8	25,1
2010e	25,1	3,4	2,04	14,70	1,7	9,1	18,5	21,6
2011e	28,4	3,9	2,33	12,90	1,5	8,0	18,6	20,0

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Die Reselling-Partnerschaft mit SAP ist nicht exklusiv, das heißt GK kann weiter unabhängig von SAP Vertriebskapazitäten aufbauen und so eventuelle Abhängigkeiten vermeiden. Es können weiterhin Situationen entstehen, in denen GK und SAP als Wettbewerber auftreten (Kassenlösungen). In diesen Fällen partizipiert GK dann jedoch am Verkauf der beiden durch SAP vertriebenen GK-Module. Wir denken, dass SAP in erster Linie am Produkterfolg der eigenen ERP-Lösung interessiert sein dürfte. Im Rahmen gemeinsamer Projekte mit SAP sehen wir für GK daher gute Chancen auch mit anderen Modulen aus der GK/Retail Familie zum Zuge zu kommen.

SAP verfügte 2007 im Einzelhandel über einen Marktanteil von 55% bei den Großunternehmen der Branche. Diese Kunden sind nur zu einem geringen Teil auch Kunden der GK und könnten über den Einsatz der GK-Module die ERP-Integration optimieren. Insbesondere im Ausland, wo GK noch nicht so stark vertreten ist, öffnet der Name SAP Türen und dient als Qualitätssiegel.

Angesichts der Vereinbarung mit SAP halten wir nun ein mittelfristiges Umsatzwachstum der GK SOFTWARE von rund 20% p.a. für realistisch. Zu Beachten bleibt jedoch, dass GK im Zuge der durch SAP akquirierten Projekte jeweils auch Dienstleistungen in erheblichem Umfang erbringt. Hierdurch ist die Skalierbarkeit begrenzt.

Tendenziell sollte die Vertriebspartnerschaft mit SAP margenerhöhend wirken, da GK Vertriebskosten einsparen kann. Die von GK zu erbringenden Dienstleistungen beim Thema Filialinfrastruktur sind zudem mit höheren Tagessätzen verbunden. Wir haben daher auf mittlere Sicht mit einer Marge von 18,5% gerechnet, während die 2009er EBIT-Marge durch die Solquest-Übernahme bedingt noch niedriger ausfällt. Das Working Capital dürfte mittelfristig in Relation zum Umsatz leicht sinken, da GK aus den durch SAP akquirierten Projekten keine Forderungen aus Lieferungen und Leistungen aufbauen wird. Zusätzliche Investitionen im Rahmen der gemeinsamen Projekte werden nicht anfallen.

Das Kursziel von € 37,75 pro Aktie errechnet sich zu gleichen Teilen aus dem Peer-Gruppenvergleich und der FCF-Analyse. Der Peer-Gruppenvergleich impliziert auf Basis der 2010er Schätzungen einen Fairen Wert von € 36,50. Unter Berücksichtigung der Anpassung für 2010 und des mittelfristig angehobenen Margenniveaus liefert die FCF-Bewertung einen Fairen Wert von € 39,00 pro Aktie.

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatzerlöse	7,079	10,745	15,029	18,451	25,053	28,433
Bestandsveränderungen	0,976	-0,002	-1,260	-0,217	-0,295	-0,335
Aktivierete Eigenleistungen	0,318	0,558	0,815	1,033	1,402	1,591
Sonstige betriebliche Erträge	0,205	0,379	0,424	0,632	0,858	0,973
Gesamtleistung	8,578	11,680	15,008	19,897	27,017	30,663
Materialaufwand	-0,227	-0,486	-0,514	0,363	-1,049	-1,784
Rohergebnis	8,351	11,194	14,494	20,261	25,968	28,879
Personalaufwand	-4,900	-6,152	-8,047	-12,497	-15,157	-16,728
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwand	-1,509	-2,183	-2,954	-3,942	-5,278	-5,915
EBITDA	1,942	2,859	3,493	3,821	5,533	6,236
Abschreibungen/Amortisation	-0,342	-0,527	-0,719	-0,780	-0,898	-0,959
EBIT	1,600	2,332	2,775	3,041	4,635	5,277
Finanzergebnis	0,020	-0,115	0,090	0,138	0,151	0,177
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	1,620	2,217	2,864	3,179	4,785	5,454
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,693	-0,656	-0,830	-0,922	-1,387	-1,581
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	0,927	1,561	2,034	2,257	3,398	3,872
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,984	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,927	1,561	2,034	3,241	3,398	3,872
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,25	1,67	1,67	1,67	1,67
EPS	0,74	1,25	1,22	1,36	2,04	2,33
EPS bereinigt	0,74	1,25	1,22	1,95	2,04	2,33
DPS	0,00	0,64	0,00	0,00	0,00	0,00

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Anlagevermögen	1,025	3,748	4,226	5,706	6,875	8,264
Imm. Vermögenswerte	0,719	1,128	1,633	2,583	2,983	3,483
Sachanlagen	0,306	2,620	2,593	3,122	3,892	4,781
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	6,711	8,064	15,382	17,197	21,426	24,935
Vorräte	2,001	1,999	0,738	0,906	1,230	1,396
Forderungen	2,253	3,161	5,789	7,107	9,650	10,952
Kasse und WP	2,457	2,904	8,855	9,184	10,545	12,587
Sonst. Aktiva	0,006	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018
Summe Aktiva	7,742	11,830	19,626	22,921	28,319	33,217
Eigenkapital	1,440	2,081	11,782	14,040	17,438	21,310
Rücklagen	1,440	2,081	11,782	14,040	17,438	21,310
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,707	0,577	0,847	0,850	0,852	0,855
Verbindlichkeiten	5,378	8,388	5,803	6,838	8,836	9,859
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,002	1,376	1,256	1,256	1,256	1,256
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	5,376	7,012	4,547	5,583	7,580	8,603
Sonstige Passiva	0,217	0,784	1,193	1,193	1,193	1,193
Summe Passiva	7,742	11,830	19,626	22,921	28,319	33,217

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	0,763	1,920	1,427	2,589	3,429	4,388
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,653	-2,046	-2,579	-2,259	-2,068	-2,347
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,002	0,573	7,098	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	0,112	0,447	5,946	0,330	1,361	2,041
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,457	2,904	8,855	9,184	10,545	12,587

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen*

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	27,4%	26,6%	23,2%	26,0%	22,1%	21,9%
EBIT-Marge	22,6%	21,7%	18,5%	21,8%	18,5%	18,6%
Vorsteuer marge	22,9%	20,6%	19,1%	22,6%	19,1%	19,2%
Nettomarge	13,1%	14,5%	13,5%	17,6%	13,6%	13,6%
Free-Cash-Flow-Marge	8,7%	n.m.	12,0%	12,4%	11,3%	11,2%
ROE	94,9%	88,7%	29,3%	25,1%	21,6%	20,0%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	85,3	76,8	74,9	72,7	84,2	87,9
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,2	11,2	10,1	12,8	11,4	12,0
Anzahl Mitarbeiter (Durchschnitt)	83	140	201	254	298	324
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	18,6%	17,6%	60,0%	61,3%	61,6%	64,2%
Gearing	-166,0%	-70,9%	-64,1%	-56,1%	-53,0%	-52,9%
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	1,02	1,57	1,82	1,83	2,58	2,90
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,49	-0,52	1,09	1,37	1,70	1,91
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,8%	4,9%	4,8%	4,2%	3,6%	3,4%
Capex/Umsatz	9,2%	24,3%	8,1%	12,2%	8,3%	8,3%
Working Capital/Umsatz	-13,8%	5,9%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	42,8%	29,6%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	n.m.	n.m.	1,88	2,28	1,68	1,48
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	8,10	8,74	7,59	6,74
EV/EBIT	n.m.	n.m.	10,20	10,44	9,07	7,96
P/E berichtet	n.m.	n.m.	13,92	22,13	14,70	12,90
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	13,92	15,41	14,70	12,90
PCPS	n.m.	n.m.	9,36	16,43	11,62	10,33

*Basierend auf bereinigten Zahlen

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

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

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

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

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	13.05.2008	keine	Kein Kursziel
GK SOFTWARE AG	03.09.2008	Kaufen	€ 45,50
GK SOFTWARE AG	21.10.2008	Kaufen	€ 28,45
GK SOFTWARE AG	19.12.2008	Kaufen	€ 28,45
GK SOFTWARE AG	27.03.2009	Kaufen	€ 28,45
GK SOFTWARE AG	14.05.2009	Kaufen	€ 21,60
GK SOFTWARE AG	16.06.2009	Kaufen	€ 21,60
GK SOFTWARE AG	14.09.2009	Kaufen	€ 23,00

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:
(29.10.2009)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
 (Schlusskurse vom 28.10.2009)

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und der ICF Kursmakler AG eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.

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

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

- **verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten. 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.