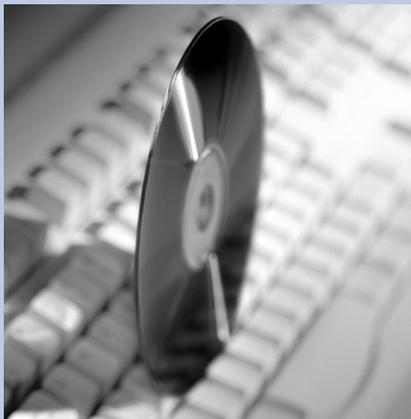


Datum **16.06.2009**



GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**
 Preis (12.06.09): **€ 15,00**
 Marktkapitalisierung **€ 25 Mio.**
 Streubesitz **24,33 %**

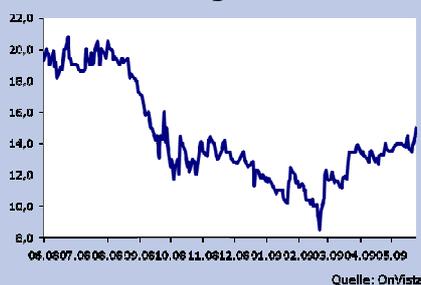
Finanzkalender

13.08.2009 Halbjahresbericht
 12.11.2009 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

GK SOFTWARE AG

Solides Q1; strategischer Zukauf in günstiger Zeit

■ **Empfehlung: Kaufen** ■ **Kursziel: € 21,60**

GK SOFTWARE hat in Q1 wie erwartet solide Zahlen geliefert, Krisenauswirkungen waren noch nicht zu spüren. Die Akquisition der Solquest zum 1. Mai 2009 (geschätzter Umsatzbeitrag in 2009: € 2 Mio.) sehen wir in erster Linie strategisch motiviert. Veraltete IT-Systeme im Handel, erfolgreiche Referenzprojekte und Kundenakquise im Ausland dürften das Unternehmen organisch auch 2009 im Umsatz weiter zweistellig wachsen lassen. Rund ¾ des von uns erwarteten 2009er Umsatzes (exkl. Solquest) scheinen bereits abgesichert. Wir stufen GK SOFTWARE bei einem 2009er EV/EBIT von 5,3 daher als Kauf ein.

Investment Highlights

- Im ersten Quartal konnte GK SOFTWARE den Umsatz um rund 25% auf € 4,6 Mio. steigern. Das EBIT von € 0,87 Mio. fiel um ca. 12,5% geringer aus. Dies ist bedingt durch den hohen Lizenzanteil im ersten Quartal des Vorjahres. Die EBIT-Marge erreichte in Q1 18,9% (Vj.: 26,8%). Unsere bisherigen Schätzungen haben wir an die Solquest-Übernahme angepasst. Hier erwarten wir in 2009 einen leicht negativen Ergebnisbeitrag, bei einem Umsatzbeitrag von rund € 2 Mio. Das organische Wachstum der bisherigen GK beziffern wir auf 13%. Die EBIT-Marge, die von gebremstem organischen Wachstum und der im Mai übernommenen Solquest belastet ist, erwarten wir in 2009 daher bei 16,5% (Q1: 18,8%).
- Die seit 2004 auf den Bereich Einzelhandel fokussierte Solquest GmbH, mit Standorten in Waldbronn und St.Ingbert, wurde rückwirkend zum 1. Mai 2009 durch GK SOFTWARE übernommen. Basierend auf der letzten veröffentlichten HGB-Bilanz der Solquest (2006; negatives Eigenkapital) und einer erwarteten strategischen Prämie, schätzen wir den Kaufpreis auf einen mittleren bis hohen sechsstelligen Betrag. Der Solquest-Umsatz in 2009 dürfte bei rund € 3 Mio. liegen, wovon etwa 1/3 Wartungserlöse sein dürften (11 Installationen mit 60.000 Usern).
- Die Motivation des Zukaufs sehen wir in erster Linie auf der strategischen Ebene: Solquest ist bezogen auf die zentrale Warenwirtschaft sehr stark positioniert, hier ist GK mit dem StoreWeaver vertreten. Die eigentliche Stärke der GK liegt jedoch auf der Filialebene. Das Know-How beider Unternehmen ergänzt sich somit optimal. Operativ gehen wir davon aus, dass Solquest 2009 ein leicht negatives Ergebnis erzielen wird.
- Ausblick: Das Unternehmen selbst geht, trotz angespannter gesamtwirtschaftlicher Lage, für 2009 von einem weiteren Wachstum bei angemessener Profitabilität aus. Eine Konkretisierung der Prognose wird GK auf Grund der allgemeinen Unsicherheit voraussichtlich erst im Jahresverlauf vornehmen können.

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	19,1	2,3	1,40	10,70	0,9	5,3	16,5	18,0
2010e	24,4	3,2	1,89	7,92	0,7	3,9	17,5	20,1
2011e	29,4	3,9	2,34	6,42	0,6	3,1	18,0	20,2

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**Niedrige
durchschnittliche
Personalkosten**

In den vergangenen zwölf Monaten hat GK SOFTWARE den Personalbestand von 170 auf nun 231 Mitarbeiter (+36%) erhöht und einen Grundstein für weiteres Wachstum gelegt. Die ohnehin niedrigen durchschnittlichen Personalkosten pro Mitarbeiter wurden durch die regionale Zusammensetzung der Neueinstellungen weiter leicht gesenkt. Der durchschnittliche Umsatz pro Mitarbeiter sank in Q1 im Vergleich zum Vorjahresquartal um rund 8%. Dies war auch durch Einarbeitungszeiten bedingt. Mittelfristig besteht die Herausforderung der GK SOFTWARE darin den Umsatz pro Mitarbeiter weiter auszubauen. Die Akquisition der Solquest (rd. 50 Mitarbeiter) dürfte die durchschnittlichen Personalkosten ab Q2 tendenziell erhöhen.

**Internationalisierung
wird Kundenbasis
verbreitern**

Mit einer weiteren Internationalisierung sollte es GK gelingen das eigene Geschäft auf eine breitere Basis zu stellen. Referenzen im Ausland (mit vorwiegend) international aufgestellten deutschen Handelsketten sind ausreichend vorhanden. In Großbritannien und Russland unternimmt GK bereits fortgeschrittene Marketing- und Vertriebsaktivitäten. Der direkte Eintritt in den größten Einzelhandelsmarkt, die USA, ist mit dem Aufbau einer eigenen Vertretung erfolgt.

**Einzelhandelsumsätze
im ersten Halbjahr 2009
stabil erwartet, Handel
dürfte auf eigenen Cash-
Flow fokussierten**

Für das erste Halbjahr 2009 wird mit stabilen Einzelhandelsumsätzen gerechnet. Eine sichere Prognose für das Gesamtjahr 2009 traut sich der Verband HDE jedoch nicht zu – zu stark sei der Einfluss der steigenden Arbeitslosigkeit auf das Konsumverhalten. Als Gefahr erachten wir, dass der Handel in einem solchen Umfeld verstärkt auf den eigenen Cash-Flow blickt und Investitionen tendenziell heraus zögert. Notwendige Konsolidierungen und sich andeutende Fusionen in der Branche (Kaufhof/Karstadt) bergen für GK SOFTWARE auch Chancen. Galeria Kaufhof ist bereits Kunde der GK SOFTWARE, im Falle einer Fusion wäre die Erweiterung der skalierbaren Lösung auf den gesamten neu geschaffenen Kaufhauskonzern denkbar.

In der nachfolgenden Tabelle haben wir einen Überblick über die im ersten Quartal durchgeführten Projekte erstellt. Bemerkenswert ist, dass alle Projekte sich im Zeitplan befinden, was bei der Realisierung größerer Softwarevorhaben (und insbesondere auch im Handel) nicht die Regel ist.

Tabelle 1: Projektüberblick Q1 (Auswahl)

Kunde	Region	Projektstatus
Gebr. Heinemann	Deutschland	Rollout läuft
	Dänemark	Umstellung in Vorbereitung
Lidl	-	Erste Länderversionen wurden gemäß der Meilensteinplanungen übergeben
Thalia	Österreich	Rollout abgeschlossen
	Schweiz	Rollout in Vorbereitung
Coop (Schweiz)	Schweiz	Im Zeitplan
JYSK Nordic	-	Im Zeitplan
Hornbach	-	Im Zeitplan

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**75% der von uns
erwarteten Umsätze für
2009 bereits gesichert
(exkl. Solquest)**

Die Projektpipeline zeigt zudem die Bedeutung der wachsenden Internationalisierung der Gesellschaft. Wir denken, dass bereits die in Tabelle 1 aufgeführten Projekte etwa die Hälfte der für 2009 angepeilten Umsätze (GK Software exkl. Solquest) abdecken. Hinzu kommen sichere Wartungserlöse (wir schätzen: € rd. 2,2 - 2,5 Mio.) und Umsätze aus dem Wechsel der ersten Bestandskunden auf Release 12.3 der GK/Retail-Suite. Ein übliches Geschäft bei den sonstigen Dienstleistungen (Change Requests) unterstellt, würde bereits ein größerer Neukunde ausreichen, um die von uns erwarteten € 17,1 Mio. im Umsatz (exkl. Solquest) zu treffen. Etwa 75% dieser Zielmarke kann bereits als gesichert angesehen werden.

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatzerlöse	7,079	10,745	15,029	19,086	24,374	29,385
Bestandsveränderungen	0,976	-0,002	-1,260	-1,074	-1,371	-1,653
Aktiviertete Eigenleistungen	0,318	0,558	0,815	0,873	1,115	1,344
Sonstige betriebliche Erträge	0,205	0,379	0,424	0,551	0,704	0,849
Gesamtleistung	8,578	11,680	15,008	19,436	24,821	29,924
Materialaufwand	-0,227	-0,486	-0,514	-0,858	-1,513	-2,344
Rohergebnis	8,351	11,194	14,494	18,578	23,308	27,580
Personalaufwand	-4,900	-6,152	-8,047	-11,159	-13,775	-16,133
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwand	-1,509	-2,183	-2,954	-3,482	-4,371	-5,195
EBITDA	1,942	2,859	3,493	3,937	5,161	6,253
Abschreibungen/Amortisation	-0,342	-0,527	-0,719	-0,791	-0,886	-0,976
EBIT	1,600	2,332	2,775	3,146	4,275	5,277
Finanzergebnis	0,020	-0,115	0,090	0,142	0,164	0,200
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	3,288	4,439	5,477
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,693	-0,656	-0,830	-0,953	-1,287	-1,588
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	0,927	1,561	2,034	2,334	3,152	3,889
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,927	1,561	2,034	2,334	3,152	3,889
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,25	1,67	1,67	1,67	1,67
EPS	0,74	1,25	1,22	1,40	1,89	2,34
EPS bereinigt	0,74	1,25	1,22	1,40	1,89	2,34
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	5,198	5,562	6,095
Imm. Vermögenswerte	0,719	1,128	1,633	2,583	2,983	3,483
Sachanlagen	0,306	2,620	2,593	2,614	2,579	2,612
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	6,711	8,064	15,382	17,975	22,364	27,240
Vorräte	2,001	1,999	0,738	0,937	1,197	1,443
Forderungen	2,253	3,161	5,789	7,352	9,388	11,319
Kasse und WP	2,457	2,904	8,855	9,686	11,779	14,478
Sonst. Aktiva	0,006	0,018	0,018	0,018	0,018	0,018
Summe Aktiva	7,742	11,830	19,626	23,190	27,945	33,353
Eigenkapital	1,440	2,081	11,782	14,117	17,269	21,158
Rücklagen	1,440	2,081	11,782	14,117	17,269	21,158
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	7,031	8,631	10,147
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,002	1,376	1,256	1,256	1,256	1,256
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	5,376	7,012	4,547	5,775	7,375	8,891
Sonstige Passiva	0,217	0,784	1,193	1,193	1,193	1,193
Summe Passiva	7,742	11,830	19,626	23,190	27,945	33,353

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	2,594	3,344	4,207
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,653	-2,046	-2,579	-1,763	-1,251	-1,508
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	0,831	2,093	2,699
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,457	2,904	8,855	9,686	11,779	14,478

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	27,4%	26,6%	23,2%	20,6%	21,2%	21,3%
EBIT-Marge	22,6%	21,7%	18,5%	16,5%	17,5%	18,0%
Vorsteuer marge	22,9%	20,6%	19,1%	17,2%	18,2%	18,6%
Nettomarge	13,1%	14,5%	13,5%	12,2%	12,9%	13,2%
Free-Cash-Flow-Marge	8,7%	n.m.	12,0%	15,0%	13,9%	13,8%
ROE	94,9%	88,7%	29,3%	18,0%	20,1%	20,2%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	85,3	76,8	74,9	75,2	81,9	90,8
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,2	11,2	10,1	9,2	10,6	12,0
Anzahl Mitarbeiter (Durchschnitt)	83	140	201	254	298	324
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	18,6%	17,6%	60,0%	60,9%	61,8%	63,4%
Gearing	-166,0%	-70,9%	-64,1%	-59,4%	-60,6%	-62,2%
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	1,88	2,43	2,92
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,49	-0,52	1,09	1,72	2,04	2,44
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,8%	4,9%	4,8%	4,1%	3,6%	3,3%
Capex/Umsatz	9,2%	24,3%	8,1%	9,2%	5,1%	5,1%
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	0,87	0,68	0,56
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	8,10	4,20	3,21	2,65
EV/EBIT	n.m.	n.m.	10,20	5,26	3,87	3,14
P/E berichtet	n.m.	n.m.	13,92	10,70	7,92	6,42
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	13,92	10,70	7,92	6,42
PCPS	n.m.	n.m.	9,36	7,98	6,18	5,13

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

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:
(16.06.2009)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
 (Schlusskurse vom 12.06.2009)

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.