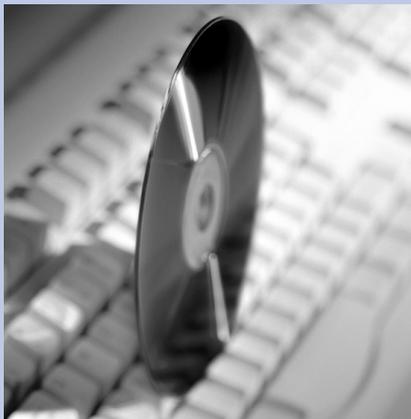


Datum

**02.12.2010**



## GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**  
 Preis (29.11.10): **€ 50,27**  
 Marktkapitalisierung **€ 84 Mio.**  
 Streubesitz **34,82 %**

## Finanzkalender

## Aktionärsstruktur

GK Software Holding **59,76%**  
 R. Gläß **3,17%**  
 Deutsche Asset Mgmt. **3,15%**  
 Universal Inv. Ges. **3,02%**  
 A. Bremke **3,01%**  
 S. Kronmüller **2,25%**

## Kursentwicklung



## Michael Vara

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

## Daniel Grossjohann

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

# GK SOFTWARE AG

## Starkes Schlussquartal wird 2010 krönen

■ **Empfehlung: Halten**      ■ **Kursziel: € 56,00**

In den ersten neun Monaten hat GK den Umsatz um knapp 30% auf € 17,1 Mio. steigern können, wobei der Lizenzanteil am Umsatz mit 19,3% (9M 2009: 18%) weiter ausgebaut werden konnte. Das konjunkturelle Umfeld ist günstig und auch das Ausland bietet Wachstumschancen, wie der aktuell vermeldete Auftrag durch die irische Apotheken-Kette Unicare Pharmacy Ltd. unterstreicht. Wir haben unsere Schätzungen für GK SOFTWARE leicht angehoben. Auch die Schätzungen der US-amerikanischen Peer-Unternehmen haben sich nach den Q3 erhöht. Insofern ergaben sich aus der Peer Bewertung (€ 45,54 pro Aktie) kaum Impulse. Unter Berücksichtigung des Bewertungsergebnisses der FCF-Bewertung (€ 66,45 pro Aktie) ergibt sich ein fairer Wert pro Aktie von € 56.

## Investment Highlights

- Im dritten Quartal konnte GK den Umsatz (€ 4,6 Mio.) gegenüber Vorjahr nicht steigern, dies ist aber nicht als Zeichen nachlassender Wachstumsdynamik zu werten, sondern vielmehr auf saisontypische Projektvorläufe zurückzuführen. Dieser Effekt, verbunden mit einem daraus resultierenden leicht negativen EBIT, war auch in Q3 2009 und Q3 2007 zu beobachten. Beide Jahre endeten jeweils mit einem sehr starken vierten Quartal. Die implizite Guidance des Unternehmens für das vierte Quartal 2010 liegt bei einem Umsatz von rund € 10 Mio. (Q4 2009: € 10,1 Mio.), die aktuell laufenden Projekte liegen voll im Plan.
- Die Beauftragung durch die Celesio-Tochter Unicare Pharmacy Ltd. markiert nicht nur den Einstieg der GK SOFTWARE in den irischen Markt, sondern auch in das Einzelhandelssegment Apotheken. Unicare ist irischer Marktführer in diesem Segment und betreibt mit rund 850 Mitarbeitern 72 Apotheken in Irland, die sämtlich mit GK/Retail ausgestattet werden. Auch die Vertriebslinie DocMorris wird mit der GK-Lösung ausgestattet. Durch die Ausrichtung der Standardsoftware GK/Retail auf die neue Thematik wird die Software um zusätzliche Features erweitert werden, dies erleichtert den Gewinn künftiger Ausschreibungen im Apotheken-Segment. Die Unicare-Mutter Celesio ist in 28 Ländern im Handel mit pharmazeutischen Artikeln aktiv, insofern birgt eine erfolgreiche Projekt-Umsetzung in Irland in unseren Augen erhebliches Potenzial für weitere Beauftragungen in anderen Staaten.
- Mit der Aufstockung auf nun 343 Mitarbeiter (30.9.2009: 277) hat GK SOFTWARE insbesondere die Bereiche Softwareentwicklung und Projektmanagement ausgebaut. Auch künftig sind Neueinstellungen geplant, um dem Wachstum Rechnung zu tragen. Die Auftragspipeline ist gut gefüllt. GK steht zudem in intensiven Gesprächen mit potenziellen Kunden in In- und Ausland.

## Kennzahlen

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2008	15,0	2,0	1,22	13,92	1,38	7,46	18,5%	29,3%
2009	23,3	4,5	2,70	8,51	1,48	5,85	25,2%	33,2%
2010e	27,1	3,8	2,26	22,23	2,88	14,77	19,5%	23,0%
2011e	31,4	4,5	2,71	18,54	2,48	12,41	20,0%	23,7%
2012e	36,8	5,2	3,12	16,10	2,12	10,86	19,5%	23,0%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**Aufgehelltes  
Investitionsklima –  
Handel erhöhte 2010er  
IT-Budgets deutlich**

**Rainer Gläß wird  
„Entrepreneur des  
Jahres 2010“**

**Ausblick 2010**

Das Investitionsklima im Handel hat sich 2010 weltweit deutlich aufgehellt. Die Marktforscher der Martec International sehen die IT-Budgets des Handels für 2010 bei 1,3% vom Umsatz. 2009 hatte dieser Anteil nur rund 1% betragen. Das EHI Retail Institute sieht weiter hohen Investitionsbedarf und verweist darauf, dass 20% der eingesetzten Software älter als 10 Jahre ist.

Der Gründer und CEO der GK SOFTWARE AG, Rainer Gläß, ist in der Kategorie Informations- und Kommunikationstechnologie/Medien als „Entrepreneur des Jahres 2010“ ausgezeichnet worden. Der von der Prüfungs- und Beratungsunternehmen Ernst & Young gestiftete Preis wurde durch eine hochkarätig besetzte siebenköpfige Jury vergeben, der der ehemalige Ministerpräsident Prof. Dr. h.c. Lothar Späth vorstand. Weitere Preisträger in diesem Jahr waren unter anderem Prof. Claus Hipp, Geschäftsführender Gesellschafter der HIPP Werk Georg Hipp OHG und Dirk Roßmann, Gründer und Geschäftsführer der Drogeriemarktkette Dirk Rossmann GmbH.

GK SOFTWARE rechnet für 2010 mit einem Wachstum im zweistelligen Prozentbereich, der Umsatz läge dann in einer Größenordnung von € 27 Mio. Die EBIT-Marge soll 2010 auf dem Niveau von etwa 18,5% des Umsatzes liegen.

## Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatzerlöse	10,745	15,029	23,277	27,061	31,418	36,817
Bestandsveränderungen	-0,002	-1,260	-0,873	-1,089	-1,264	-1,481
Aktiviertete Eigenleistungen	0,558	0,815	1,067	0,849	0,985	1,155
Sonstige betriebliche Erträge	0,379	0,424	0,826	1,009	1,172	1,373
Gesamtleistung	11,680	15,008	24,296	27,830	32,312	37,864
Materialaufwand	-0,486	-0,514	-0,561	-0,993	-0,996	-1,351
Rohergebnis	11,194	14,494	23,735	26,837	31,316	36,512
Personalaufwand	-6,152	-8,047	-12,117	-14,306	-16,685	-19,627
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwand	-2,183	-2,954	-5,448	-5,743	-6,592	-7,650
EBITDA	2,859	3,493	6,171	6,788	8,038	9,236
Abschreibungen/Amortisation	-0,527	-0,719	-1,281	-1,511	-1,755	-2,056
EBIT	2,332	2,775	4,890	5,277	6,284	7,179
Finanzergebnis	-0,115	0,090	0,143	0,112	0,177	0,262
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	2,217	2,864	5,033	5,389	6,460	7,441
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,656	-0,830	-1,516	-1,623	-1,946	-2,241
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	1,561	2,034	3,517	3,766	4,515	5,200
Bereinigungen	0,000	0,000	0,984	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,561	2,034	4,501	3,766	4,515	5,200
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67
EPS	1,25	1,22	2,11	2,26	2,71	3,12
EPS bereinigt	1,25	1,22	2,70	2,26	2,71	3,12
DPS	0,64	0,00	1,00	0,72	0,85	1,00

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Bilanz

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Anlagevermögen	3,748	4,226	12,743	12,952	13,194	13,479
Imm. Vermögensgegenstände	1,128	1,633	9,333	8,968	8,549	7,944
Sachanlagen	2,620	2,593	3,410	3,984	4,645	5,535
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	8,064	15,382	19,242	22,474	27,096	32,503
Vorräte	1,999	0,738	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	2,263	3,023	5,846	6,797	7,891	9,247
Sonstige Forderungen	0,898	2,765	2,759	3,207	3,724	4,363
Kasse und Wertpapiere	2,904	8,855	10,637	12,470	15,481	18,892
Sonstiges Aktiva	0,018	0,018	0,390	0,390	0,390	0,390
Summe Aktiva	11,830	19,626	32,375	35,816	40,680	46,371
Eigenkapital	2,081	11,782	15,300	17,401	20,722	24,502
Rücklagen	2,081	11,782	15,300	17,401	20,722	24,502
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,577	0,847	0,847	0,849	0,851	0,854
Verbindlichkeiten	8,388	5,803	14,953	16,291	17,831	19,740
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,376	1,256	6,724	6,724	6,724	6,724
Verbindlichkeiten aus LuL	0,471	0,526	0,774	0,900	1,045	1,224
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	6,541	4,021	7,455	8,667	10,063	11,792
Sonstige Passiva	0,784	1,193	1,276	1,276	1,276	1,276
Summe Passiva	11,830	19,626	32,375	35,816	40,680	46,371

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,920	1,427	5,662	5,218	6,201	7,172
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,046	-2,579	-9,363	-1,720	-1,997	-2,340
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,573	7,098	5,468	-1,665	-1,193	-1,420
Veränderung der Zahlungsmittel	0,447	5,946	1,767	1,833	3,011	3,411
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,904	8,855	10,637	12,470	15,481	18,892

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Kennzahlen\*

	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	-	28,31	38,30	83,70	83,70	83,70
Enterprise Value (in Euro Mio.)	-	20,71	34,38	77,95	77,95	77,95
EV/Umsatz	-	1,38	1,48	2,88	2,48	2,12
EV/EBITDA	-	5,93	4,81	11,48	9,70	8,44
EV/EBIT	-	7,46	5,85	14,77	12,41	10,86
KGV (berichtet)	-	13,92	10,89	22,23	18,54	16,10
KGV (bereinigt)	-	13,92	8,51	22,23	18,54	16,10
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	-	9,36	7,98	15,85	13,35	11,53
Kurs/Buchwert	-	2,40	2,50	4,81	4,04	3,42
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	26,6%	23,2%	30,7%	25,1%	25,6%	25,1%
EBIT-Marge	21,7%	18,5%	25,2%	19,5%	20,0%	19,5%
Vorsteueremarge	20,6%	19,1%	25,8%	19,9%	20,6%	20,2%
Nettomarge	14,5%	13,5%	19,3%	13,9%	14,4%	14,1%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	12,0%	n.m.	15,4%	15,8%	15,3%
ROE	88,7%	29,3%	33,2%	23,0%	23,7%	23,0%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	76,8	79,7	80,0	80,4	86,2	93,5
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,2	10,8	15,5	11,2	12,4	13,2
Anzahl Mitarbeiter	140	189	291	337	364	394
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	17,6%	60,0%	47,3%	48,6%	50,9%	52,8%
Gearing	-70,9%	-64,1%	-25,3%	-32,8%	-42,0%	-49,5%
Dividendenrendite	-	0,0%	4,3%	1,4%	1,7%	2,0%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	1,57	1,82	2,88	3,17	3,77	4,36
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,52	1,09	-2,41	2,50	2,99	3,37
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	4,9%	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	24,3%	8,1%	37,8%	6,4%	6,4%	6,4%
Working Capital/Umsatz	5,9%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	29,6%	29,0%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%

\*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. § 4Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
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
GK SOFTWARE AG	29.10.2009	Kaufen	€ 37,75
GK SOFTWARE AG	14.12.2009	Halten	€ 38,60
GK SOFTWARE AG	02.02.2010	Halten	€ 40,10
GK SOFTWARE AG	22.04.2010	Halten	€ 50,85
GK SOFTWARE AG	21.06.2010	Halten	€ 50,85
GK SOFTWARE AG	08.09.2010	Halten	€ 56,95

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:**  
**(02.12.2010)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:**  
**(Schlusskurse vom 29.11.2010)**

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.
- 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.