

Datum **07.01.2013**

**Kaufen** (alt: Kaufen)  
**PT: € 56,50** (alt: € 58,50)

**Änderungen**

	2012E		2013E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	30,2	-14,1%	55,1	22,2%
EBIT	4,7	-33,5%	9,9	4,7%
EPS	1,83	-35,1%	3,84	1,7%
EPS*	1,83	-35,1%	3,84	1,7%
DPS	0,39	-32,2%	0,78	5,5%

\*bereinigt

Homepage: [www.gksoftware.de](http://www.gksoftware.de)  
 Branche: IT/Software

ISIN DE0007571424  
 Bloomberg GKS:GR  
 Reuters GKSG  
 Preis (04.01.13): € 36,66  
 Marktkapitalisierung € 66 Mio.  
 EV € 58,8 Mio.  
 Ø-Volumen (100 Tage) € 53.429  
 52W Hoch € 44,44  
 52W Tief € 32,80  
 Streubesitz 42,5 %

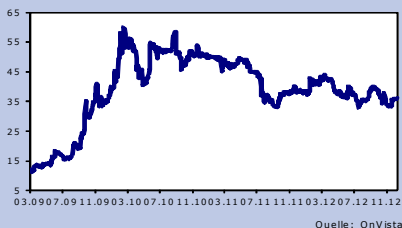
**Finanzkalender**

26.04.2013 GB 2012  
 29.05.2013 Q1-Bericht 2013

**Aktionärsstruktur**

GK Software Holding 52,33%  
 Scherzer & Co. AG 5,23%  
 R. Gläß 2,95%  
 S. Kronmüller 2,23%

**Kursentwicklung**



**Daniel Grossjohann**  
 +49 (0)69 - 2561 285 13  
[grossjohann@vararesearch.de](mailto:grossjohann@vararesearch.de)  
**Benjamin Ludacka**  
 +49 (0)69 - 2561 285 12  
[ludacka@vararesearch.de](mailto:ludacka@vararesearch.de)  
**Michael Vara**  
 +49 (0)69 - 2561 285 11  
[vara@vararesearch.de](mailto:vara@vararesearch.de)

**GK SOFTWARE AG**

**Temporäre Wachstumsschwäche für Zukauf genutzt**

Das Umsatzwachstum von +10,9% (9M 2012) lag zwar unter den Zuwachsraten der Vorjahre, ist aber vor dem Hintergrund nur weniger Ausschreibungen ein guter Wert. Das gegenwärtig beobachtbare zögerliche Verhalten des Handels angesichts strategischer Herausforderungen (eCommerce), dürfte 2012 auf das sonst so starke Schlussquartal durchschlagen. Da die GK/SAP-Lösungswelt ihre Stärke jedoch genau in der Integration verschiedener Vertriebskanäle hat, sehen wir GK für diese Herausforderungen mittelfristig hervorragend aufgestellt und in Q4 2012 lediglich einen isolierten Effekt. Die Übernahme der AWEK-Gruppe (IT-Services) stärkt die (wiederkehrende) Umsatzbasis ab 2013. Bei einem von uns unterstellten Kaufpreis von € 5 Mio. ist die Akquisition, auch dank der Skalierbarkeit, klar wertsteigernd. Der Kurs hat entsprechend positiv auf die Meldung reagiert. Der übergeordnete Konsolidierungstrend im Kurs (seit 2010) dürfte enden, sobald große durch SAP akquirierte Projekte sichtbar werden. Auch auf Basis der neuen Schätzungen ist GK mit einem 2013er EV/Umsatz von 1,07 ein klarer Kauf.

**Investment Highlights**

- Der Umsatz in Q3 lag mit € 6,16 Mio. nur leicht über dem Vorjahreswert (Q3 11: € 5,85 Mio.). Wie auch in 2010 und 2011 ist das dritte Quartal auch 2012 das schwächste Quartal, mit entsprechendem Niederschlag in der EBIT-Marge. Anders als in den Vorjahren besteht diesmal jedoch die Sorge, dass die Umsätze in Q4 diesmal keine Verdopplung gegenüber Q3 bringen könnte, da sich Abschlüsse verschiedener größerer Projekte verschoben haben und nun frühestens in der zweiten Hälfte des Schlussquartals fertiggestellt werden.
- SAP ist der wichtigste Träger der Internationalisierung und des weiteren Wachstums von GK. Die hierdurch entfaltete Vertriebskraft hätte GK allein nicht aufbringen können, während SAP davon profitiert, dass die Kooperation den Nutzwert des gesamten Lösungspaketes steigert. Ein Nachteil der Kooperation ist aber, dass die Sichtbarkeit künftiger Umsätze durch die wachsende Bedeutung des indirekten Vertriebs abgenommen hat.
- Die AWEK-Gruppe (Jahresumsatz 2010: € 12,3 Mio.) stärkt das (innerdeutsche) Servicegeschäft der GK SOFTWARE, die Kunden bisher überwiegend remote betreut hat. Die Vor-Ort-Service-Leistungen, die AWEK über ein eigenes Servicenetz seinen Bestandskunden anbietet, können künftig auch den GK-Kunden angeboten werden. Wir gehen davon aus, dass GK SOFTWARE die AWEK-Gruppe zu einem attraktiven Preis erwerben konnte, weil die Gesellschaft den Pflichtveröffentlichungen zufolge nur eine geringe Profitabilität aufwies. Durch Synergien und Skalierungseffekte dürfte im neu erworbenen Geschäft schnell eine merkliche Margensteigerung gelingen.

**Kennzahlen** (\*Der EV ab 2012 berücksichtigt die Akquisitionskosten)

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2010	27,7	4,5	2,50	20,02	2,98	12,80	23,2%	22,6%
2011	31,8	4,6	2,55	16,77	2,14	10,23	21,0%	17,4%
2012e	30,2	3,3	1,83	20,03	1,95	12,58	15,5%	11,1%
2013e	55,1	6,9	3,84	9,54	1,07	5,93	18,0%	19,8%
2014e	65,4	8,6	4,80	7,63	0,90	4,73	19,0%	20,3%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

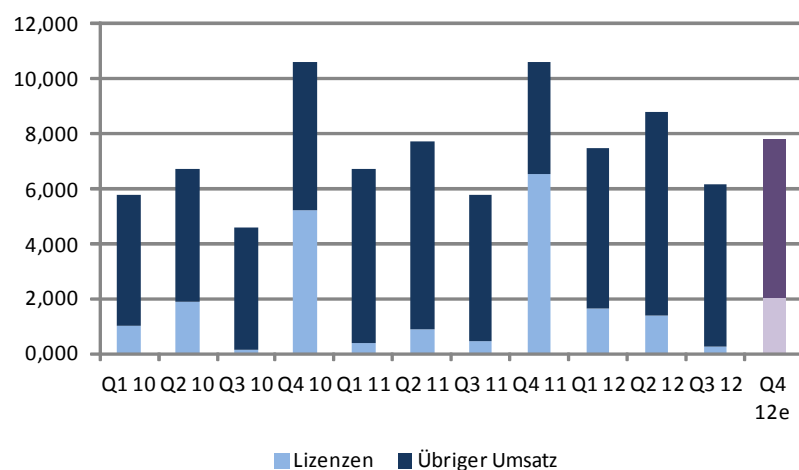
## Handel vor strategischer Weichenstellung – GK gut positioniert

### Wird Q4 2012 ein Aussetzer?

Vor dem Hintergrund, dass 2012 in Deutschland kaum größere Ausschreibungen durch den Handel stattfanden, ist die knapp 11%ige Umsatzsteigerung nach 9 Monaten ein guter Wert, zumal mit Hammer Heimtex eines der wenigen wesentlichen deutschen Kassenprojekte gewonnen wurde. Der Handel scheint sich angesichts der Herausforderungen durch den Wettbewerb aus dem Netz in einem Prozess der strategischen Weichenstellung zu befinden. Wir denken, dass mit hoher Wahrscheinlichkeit am Ende dieses Prozesses die gemeinsame Lösung von SAP und GK stehen wird, da nach unserer Auffassung diese Lösung bestens positioniert ist, um den neuen Herausforderungen (die organisatorische Eingliederung der eCommerce-Strategie in ein bestehendes Filialnetz) gerecht zu werden.

Um den typischen Einfluss von Q4 auf das Gesamtjahresgeschäft und die Margenniveaus zu zeigen, haben wir diese grafisch aufbereitet. Bei den Werten für das Q4 2012 und das GJ 2012 handelt es sich um unsere Schätzungen. Der Lizenzanteil in Q4 liegt unserer Erwartung nach in diesem Jahr deutlich unter dem der vorangegangenen Jahresschlussquartale. Grund hierfür ist die gegenwärtig zögerliche Haltung größerer Handelsketten in Deutschland.

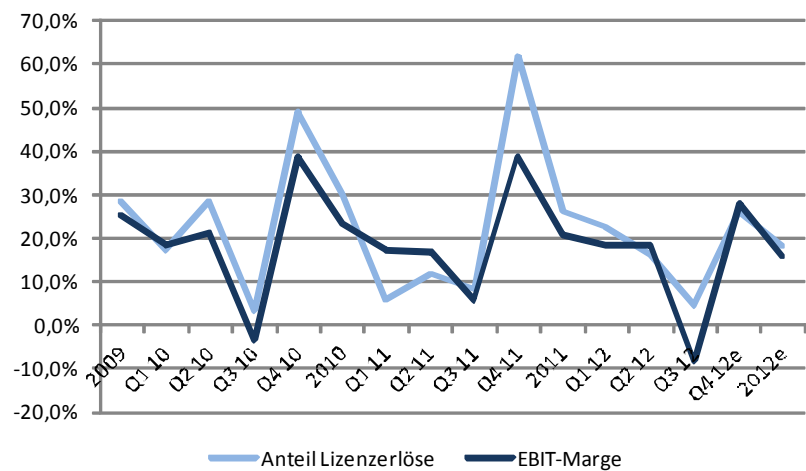
Grafik 01: Quartalsumsätze und Lizenzanteil



Quelle: Vara Research GmbH

Grafik 02 zeigt die Margeneffekte, die das typischerweise umsatzstarke Q4 auf das Gesamtjahr hat. In 2010 und 2011 sorgte ein starkes Q4 jeweils dafür, dass die Gesamtjahresmarge jeweils oberhalb der „normalen“ Quartale Q1, Q2 und Q3 lag. In diesem Jahr wird dies unserer Erwartung zum ersten Mal nicht der Fall sein. In 2013 sehen wir GK wieder zurück auf dem alten Wachstumspfad und eine Rückkehr zum historischen Umsatzmuster.

Grafik 02: Lizenzanteil und Margensituation



Quelle: Vara Research GmbH

**Technologisch und  
strategisch für die  
Zukunft gerüstet**

**Integration aller  
Verkaufskanäle  
mittelfristig alternativlos**

**Filetstück der AWEK-  
Gruppe ist das  
Servicegeschäft**

Die Software- und Technologie-Partnerschaft mit SAP steht weiter im Zentrum der Produktentwicklungen bei GK. So wurde auf der SAPPHERE NOW in Madrid (13.-15.11.2012) die weltweit erste SAP HANA basierte POS-Lösung vorgestellt. Diese In Memory Lösung sorgt für eine erheblich beschleunigte Verarbeitung sehr großer Datenmengen, die in speziellen Arbeitsspeichern (TB-Größe) vorgehalten werden. Für die Händler ermöglicht dies den Übergang in die „real“ real-time (nach bisherigem Verständnis war eine Verzögerung um wenige Stunden noch real-time).

SAP und eine tiefe Integration verschiedener Verkaufskanäle bedingen sich im Handel wechselseitig: BI (Business Intelligence)-Auswertungen erfordern eine vollständige Datenbasis, ein neben dem Filialbetrieb parallel betriebener Webshop mit eigenen Artikel- und Kundennummern würde diese Anstrengungen konterkarieren. In unseren Augen zeigt dies wie stark auch SAP auf integrierte Lösungen setzen wird, die objektiv betrachtet ein best-practise-Vorgehen sein müssen – auch wenn die Einrichtung eines parallelen Webshops im ersten Schritt einfacher erscheint. Der GK Store Weaver ermöglicht diese Integration, der Webshop kann auf einer Hierarchieebene mit den Filialen geführt werden, eingebunden als Teil der „normalen“ Warenwirtschaft.

Als Filetstück der AWEK-Gruppe sehen wir das Vor-Ort-Service-Geschäft, dass die Gesellschaft ihren Bestandskunden bietet. Durch die dezentralen Standorte sind Kunden binnen kurzer Zeit erreichbar. GK SOFTWARE selbst konnte Kunden bisher remote unterstützen und hat den Service beim Kunden direkt in der Filiale Partnern und Wettbewerbern überlassen. Wir gehen davon aus, dass die Übernahme der AWEK, die im letzten veröffentlichten Geschäftsbericht (2010) nur bedingt durch den Verkauf einer Tochter eine Profitabilität aufweisen konnte, zu einem Preis bekommen hat, der unterhalb dessen liegt, was der Aufbau eines dezentralen Services gekostet hätte.

Wir sind in unserem Modell davon ausgegangen, dass der Kaufpreis über den Stillschweigen vereinbart wurde, bei etwa € 5 Mio. gelegen haben dürfte. Dies entspräche einem EV/Sales-Multiple von rund 0,42 und ist der unterstellten geringen Profitabilität geschuldet.

**Weiterhin hoher  
Investitionsbedarf im  
Handel**

Trotz der gegenwärtigen Investitionszurückhaltung der Einzelhändler in Deutschland ist deren Investitionsbedarf unverändert hoch. Laut einer EHI Retail Institute-Studie ist das Durchschnittsalter der Kassensysteme zuletzt weiter gestiegen, was in unseren Augen für einen sich aufbauenden Investitionsstau sprechen könnte. Darüber hinaus sind 25% der Software-Lösungen über 10 Jahre alt.

## ■ GuV in Euro Mio.

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	<b>23,277</b>	<b>27,690</b>	<b>31,753</b>	<b>30,161</b>	<b>55,093</b>	<b>65,406</b>
Veraend. des Bestandes an fert./unfert. Erzeugnissen	-0,873	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	1,067	0,649	1,489	0,804	1,469	1,744
Sonstige betriebliche Ertraege	0,826	1,368	0,729	0,753	1,375	1,632
<b>Gesamtleistung</b>	<b>24,296</b>	<b>29,706</b>	<b>33,971</b>	<b>31,718</b>	<b>57,937</b>	<b>68,782</b>
Materialaufwand	-0,561	-1,540	-0,611	-1,237	-0,882	-0,394
<b>Rohergebnis</b>	<b>23,735</b>	<b>28,166</b>	<b>33,360</b>	<b>30,481</b>	<b>57,054</b>	<b>68,389</b>
Personalaufwand	-12,117	-14,840	-18,601	-17,773	-32,905	-39,139
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-5,448	-5,344	-6,158	-6,347	-11,518	-13,599
<b>EBITDA</b>	<b>6,171</b>	<b>7,982</b>	<b>8,601</b>	<b>6,361</b>	<b>12,632</b>	<b>15,650</b>
Abschreibungen/Amortisation	-1,281	-1,548	-1,947	-1,686	-2,715	-3,223
<b>EBIT</b>	<b>4,890</b>	<b>6,435</b>	<b>6,654</b>	<b>4,675</b>	<b>9,917</b>	<b>12,427</b>
Finanzergebnis	0,143	-0,128	-0,085	0,040	-0,013	-0,055
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>5,033</b>	<b>6,307</b>	<b>6,569</b>	<b>4,715</b>	<b>9,904</b>	<b>12,372</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,516	-1,836	-2,005	-1,439	-3,022	-3,775
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,517</b>	<b>4,471</b>	<b>4,564</b>	<b>3,276</b>	<b>6,882</b>	<b>8,597</b>
Bereinigungen	0,984	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Bereinigtes Nettoergebnis</b>	<b>4,501</b>	<b>4,471</b>	<b>4,564</b>	<b>3,276</b>	<b>6,882</b>	<b>8,597</b>
Gewichtete Anzahl Aktien	1,67	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
<b>EPS (in Euro)</b>	<b>2,11</b>	<b>2,50</b>	<b>2,55</b>	<b>1,83</b>	<b>3,84</b>	<b>4,80</b>
<b>EPS bereinigt (in Euro)</b>	<b>2,70</b>	<b>2,50</b>	<b>2,55</b>	<b>1,83</b>	<b>3,84</b>	<b>4,80</b>
<b>DPS (in Euro)</b>	<b>1,00</b>	<b>0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>0,39</b>	<b>0,78</b>	<b>0,98</b>

## ■ GuV in % vom Umsatz

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<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>
Gesamtleistung	104,4	107,3	107,0	105,2	105,2	105,2
Materialaufwand	-2,4	-5,6	-1,9	-4,1	-1,6	-0,6
<b>Rohergebnis</b>	<b>102,0</b>	<b>101,7</b>	<b>105,1</b>	<b>101,1</b>	<b>103,6</b>	<b>104,6</b>
Personalaufwand	-52,1	-53,6	-58,6	-58,9	-59,7	-59,8
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-23,4	-19,3	-19,4	-21,0	-20,9	-20,8
<b>EBITDA</b>	<b>26,5</b>	<b>28,8</b>	<b>27,1</b>	<b>21,1</b>	<b>22,9</b>	<b>23,9</b>
Abschreibungen/Amortisation	-5,5	-5,6	-6,1	-5,6	-4,9	-4,9
<b>EBIT</b>	<b>21,0</b>	<b>23,2</b>	<b>21,0</b>	<b>15,5</b>	<b>18,0</b>	<b>19,0</b>
Finanzergebnis	0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,0	-0,1
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>21,6</b>	<b>22,8</b>	<b>20,7</b>	<b>15,6</b>	<b>18,0</b>	<b>18,9</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuern	-6,5	-6,6	-6,3	-4,8	-5,5	-5,8
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>15,1</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>	<b>10,9</b>	<b>12,5</b>	<b>13,1</b>
Bereinigungen	4,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Nettoergebnis	19,3	16,1	14,4	10,9	12,5	13,1

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Kapitalflussrechnung

(in Mio. Euro)	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit</b>	<b>5,662</b>	<b>1,668</b>	<b>4,747</b>	<b>5,554</b>	<b>0,486</b>	<b>8,057</b>
<b>Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-9,363</b>	<b>-2,709</b>	<b>-2,693</b>	<b>-1,244</b>	<b>-6,472</b>	<b>-1,747</b>
<i>davon Capex</i>	<i>-8,806</i>	<i>-2,980</i>	<i>-2,447</i>	<i>-1,244</i>	<i>-1,472</i>	<i>-1,747</i>
<b>Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>5,468</b>	<b>3,844</b>	<b>-1,636</b>	<b>-4,595</b>	<b>-0,692</b>	<b>-1,398</b>
<b>Veraenderung der Zahlungsmittel</b>	<b>1,782</b>	<b>2,805</b>	<b>0,417</b>	<b>-0,285</b>	<b>-6,678</b>	<b>4,912</b>
<b>Fluessige Mittel am Ende der Periode</b>	<b>10,637</b>	<b>13,442</b>	<b>13,859</b>	<b>13,575</b>	<b>6,897</b>	<b>11,809</b>

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Bilanz in Euro Mio.

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Anlagevermoegen</b>	<b>12,743</b>	<b>13,166</b>	<b>13,664</b>	<b>13,222</b>	<b>21,979</b>	<b>20,503</b>
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	9,333	9,116	9,540	8,935	8,495	7,202
Sachanlagen	3,410	4,050	4,124	4,286	8,483	8,300
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	5,000	5,000
<b>Umlaufvermoegen</b>	<b>19,242</b>	<b>31,110</b>	<b>29,084</b>	<b>28,200</b>	<b>30,901</b>	<b>39,693</b>
Vorraete	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	5,846	14,110	11,945	11,346	20,725	24,604
Sonstige Forderungen	2,759	3,558	3,279	3,279	3,279	3,279
Kasse und Wertpapiere	10,637	13,442	13,859	13,575	6,897	11,809
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,390</b>	<b>0,529</b>	<b>0,727</b>	<b>0,727</b>	<b>0,727</b>	<b>0,727</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>43,475</b>	<b>42,148</b>	<b>53,606</b>	<b>60,922</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>15,300</b>	<b>24,332</b>	<b>28,231</b>	<b>30,612</b>	<b>38,802</b>	<b>46,001</b>
Ruecklagen	15,300	24,332	28,231	30,612	38,802	46,001
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Rueckstellungen</b>	<b>0,847</b>	<b>0,921</b>	<b>1,109</b>	<b>1,118</b>	<b>1,128</b>	<b>1,138</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>14,953</b>	<b>17,060</b>	<b>11,462</b>	<b>7,746</b>	<b>11,004</b>	<b>11,111</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,724	5,983	5,243	1,543	4,543	4,543
Verbindlichkeiten aus LuL	0,774	0,476	0,329	0,312	0,571	0,678
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	7,455	10,601	5,891	5,891	5,891	5,891
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>1,276</b>	<b>2,491</b>	<b>2,672</b>	<b>2,672</b>	<b>2,672</b>	<b>2,672</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>43,475</b>	<b>42,148</b>	<b>53,606</b>	<b>60,922</b>

## ■ Bilanz in % des Gesamtvermögens

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Anlagevermoegen</b>	<b>39,4</b>	<b>29,4</b>	<b>31,4</b>	<b>31,4</b>	<b>41,0</b>	<b>33,7</b>
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	28,8	20,3	21,9	21,2	15,8	11,8
Sachanlagen	10,5	9,0	9,5	10,2	15,8	13,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	9,3	8,2
<b>Umlaufvermoegen</b>	<b>59,4</b>	<b>69,4</b>	<b>66,9</b>	<b>66,9</b>	<b>57,6</b>	<b>65,2</b>
Vorraete	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus LuL	18,1	31,5	27,5	26,9	38,7	40,4
Sonstige Forderungen	8,5	7,9	7,5	7,8	6,1	5,4
Kasse und Wertpapiere	32,9	30,0	31,9	32,2	12,9	19,4
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>
<b>Summe 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>Eigenkapital</b>	<b>47,3</b>	<b>54,3</b>	<b>64,9</b>	<b>72,6</b>	<b>72,4</b>	<b>75,5</b>
Ruecklagen	47,3	54,3	64,9	72,6	72,4	75,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Rueckstellungen</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>46,2</b>	<b>38,1</b>	<b>26,4</b>	<b>18,4</b>	<b>20,5</b>	<b>18,2</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	20,8	13,4	12,1	3,7	8,5	7,5
Verbindlichkeiten aus LuL	2,4	1,1	0,8	0,7	1,1	1,1
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	23,0	23,7	13,6	14,0	11,0	9,7
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>4,4</b>
<b>Summe 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>

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
--	------	------	------	-------	-------	-------

### ■ Bewertungskennzahlen

Aktienkurs (in Euro)	23,00	50,00	42,75	36,60	36,60	36,60
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	38,3	89,5	76,5	65,5	65,5	65,5
Enterprise Value (in Euro Mio.)	34,4	82,4	68,1	58,7	58,7	58,7
EV/Umsatz	1,48	2,98	2,14	1,95	1,07	0,90
EV/EBITDA	4,8	10,3	7,9	9,2	4,6	3,7
EV/EBIT	5,9	12,8	10,2	12,6	5,9	4,7
P/E berichtet	10,9	20,0	16,8	20,0	9,5	7,6
P/E bereinigt	8,5	20,0	16,8	20,0	9,5	7,6
PCPS	8,0	15,1	11,4	13,2	6,8	5,5
KBV	2,5	3,7	2,7	2,1	1,7	1,4

### ■ Rentabilitaetskennzahlen

EBITDA-Marge	30,7%	28,8%	27,1%	21,1%	22,9%	23,9%
EBIT-Marge	25,2%	23,2%	21,0%	15,5%	18,0%	19,0%
Vorsteueremarge	25,8%	22,8%	20,7%	15,6%	18,0%	18,9%
Nettomarge	19,3%	16,1%	14,4%	10,9%	12,5%	13,1%
ROE	33,2%	22,6%	17,4%	11,1%	19,8%	20,3%
ROCE	57,0%	38,5%	31,2%	20,5%	31,6%	29,5%

### ■ Produktivitaetskennzahlen

Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	80,0	75,7	78,4	63,4	104,1	111,7
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	15,5	12,2	11,3	6,9	13,0	14,7
Anzahl Mitarbeiter	291	366	405	476	529	586

### ■ Finanzkennzahlen

Eigenkapitalquote	47,3%	54,3%	64,9%	72,6%	72,4%	75,5%
Gearing	-25,3%	-29,3%	-29,8%	-22,3%	-5,5%	-15,3%
Dividendenrendite	4,3%	1,0%	1,2%	1,1%	2,1%	2,7%

### ■ Cash-Flow Kennzahlen

Cash-Flow pro Aktie	2,88	3,30	3,74	2,78	5,37	6,61
Free-Cash-Flow pro Aktie	-2,41	1,64	2,37	2,08	4,54	5,63

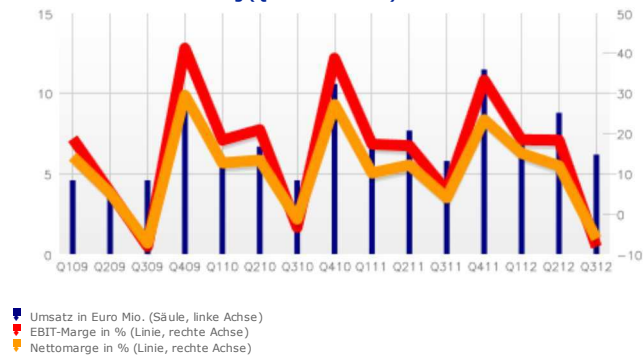
### ■ Sonstige Kennzahlen

Abschreibungen/Umsatz	5,5%	5,6%	6,1%	5,6%	4,9%	4,9%
Capex/Umsatz	37,8%	10,8%	7,7%	4,1%	2,7%	2,7%
Working Capital/Umsatz	21,8%	49,2%	36,6%	36,6%	36,6%	36,6%
Steuerquote	30,1%	29,1%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%

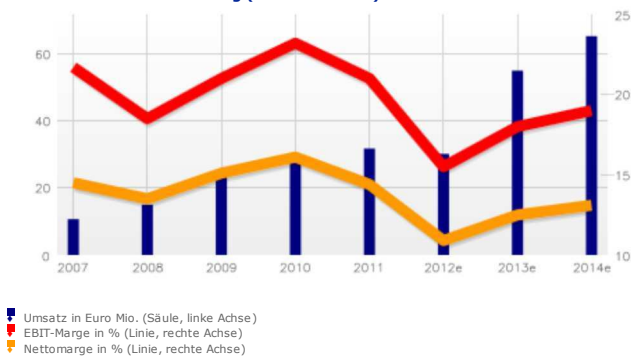
Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben



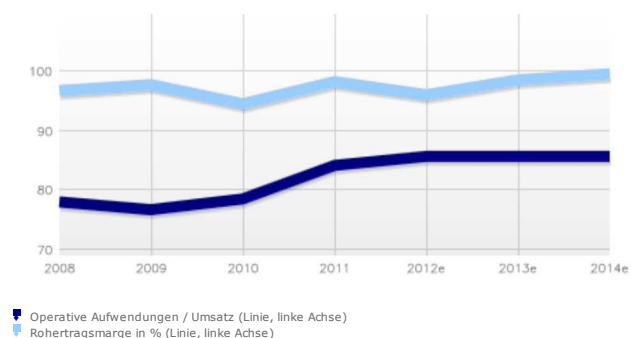
Umsatz- und EBIT-Entwicklung (Quartalsübersicht)



Umsatz- und EBIT-Entwicklung (Jahresübersicht)



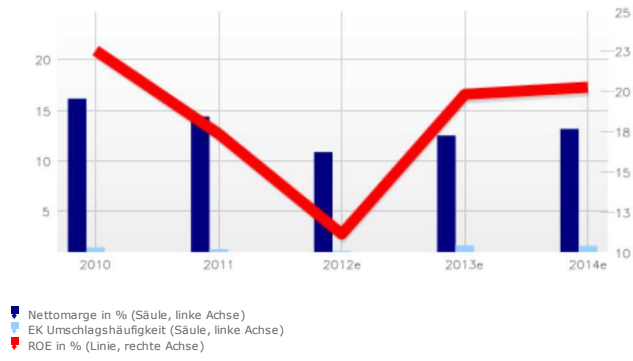
Kosteneffizienz



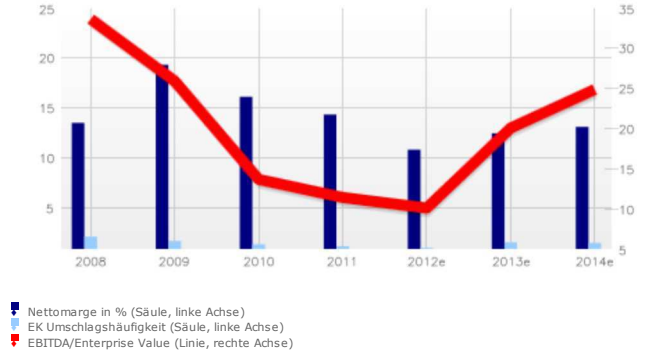
Operativer Cash Flow



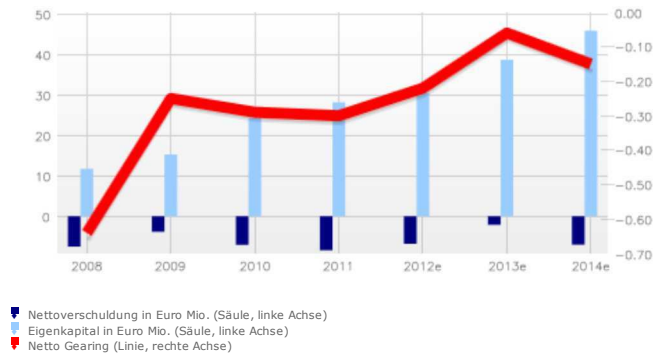
ROE



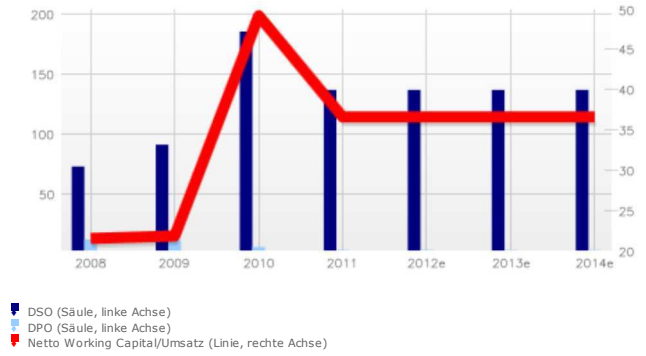
Wertschöpfung



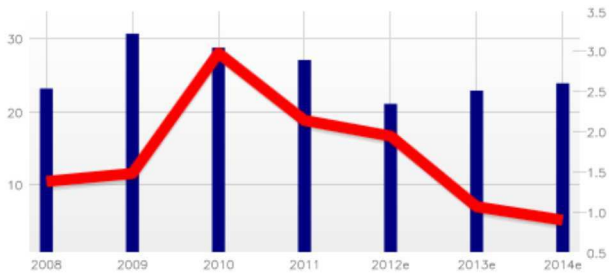
Bilanzqualität



Working Capital Effizienz

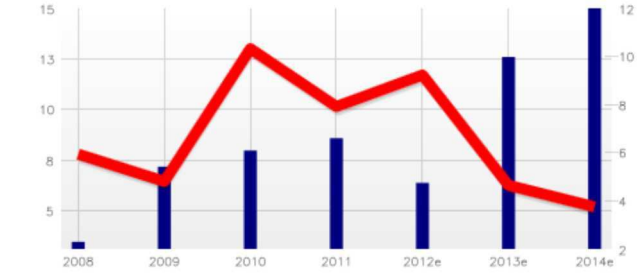


**EV/Umsatz**



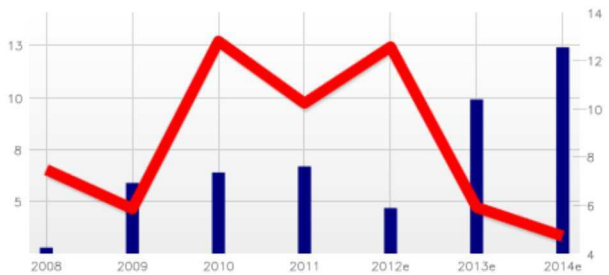
■ EBITDA-Marge in % (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/Umsatz (Linie, rechte Achse)

**EV/EBITDA**



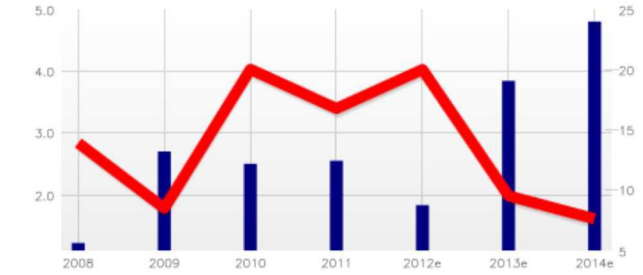
■ EBITDA in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/EBITDA (Linie, rechte Achse)

**EV/EBIT**



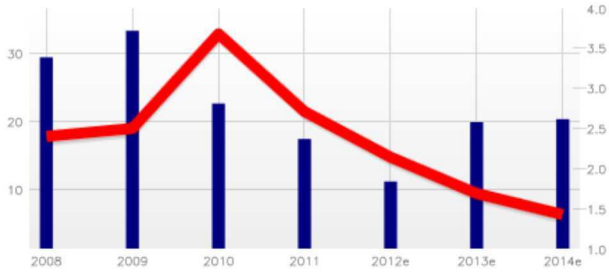
■ EBIT in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/EBIT (Linie, rechte Achse)

**KGV bereinigt**



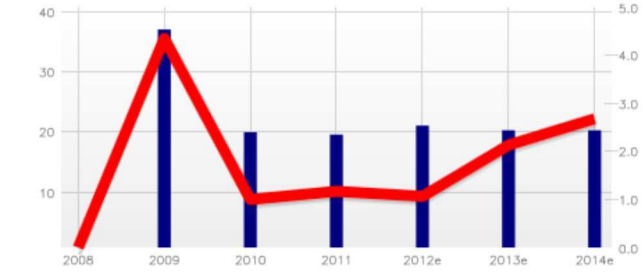
■ EPS bereinigt in Euro (Säule, linke Achse)  
 ■ KGV bereinigt (Linie, rechte Achse)

**KBV**



■ ROE in % (Säule, linke Achse)  
 ■ P/NAV (Linie, rechte Achse)

**Dividendenrendite in %**



■ Ausschüttungsquote in % (Säule, linke Achse)  
 ■ Dividendenrendite in % (Linie, rechte Achse)

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	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
GK SOFTWARE AG	02.12.2010	Halten	€ 56,00
GK SOFTWARE AG	19.01.2011	Halten	€ 55,70
GK SOFTWARE AG	16.05.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	20.06.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	16.08.2011	Kaufen	€ 50,90
GK SOFTWARE AG	08.09.2011	Kaufen	€ 52,70
GK SOFTWARE AG	14.11.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	14.12.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	06.03.2012	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	07.05.2012	Kaufen	€ 58,50
GK SOFTWARE AG	27.06.2012	Kaufen	€ 58,50

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 und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:****(07.01.2013)****4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:****(Schlusskurse vom 04.01.2013)**

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.