

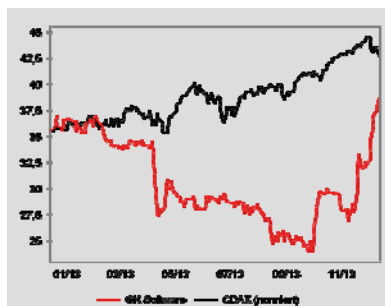
Buy (Hold) EUR 45,00 (EUR 33,00) Kurs EUR 38,70 Upside 16,3 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 44,31 FCF-Value Potential: 47,42	Aktien Daten: Bloomberg: GKS GR Reuters: GKSG ISIN: DE0007571424	Beschreibung: Führendes Softwareunternehmen für den stationären Einzelhandel
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 69,3 Aktienanzahl (Mio.): 1,8 EV: 60,3 Freefloat MC: 29,4 Ø Trad. Vol. (30T): 10,42	Aktionäre: Freefloat 42,5 % GK Software Holding 52,3 % Rainer Gläß 3,0 % Stephan Kronmüller 2,2 %	Risikoprofil (WRe): 2013e Beta: 1,5 KBV: 2,3 x EK-Quote: 65 % Net Fin. Debt / EBITDA: -1,5 x Net Debt / EBITDA: -1,3 x

SAP macht Ernst - Hochstufung auf Kaufen

Am 13.12.13 gab die GK Software bekannt, dass die Gesellschaft eine Kapitalerhöhung ohne Bezugsrecht um 100.000 Aktien zum Preis von EUR 37,82 plant und für diese nur die SAP AG als Zeichner zugelassen ist. Es ist davon auszugehen, dass diese Transaktion zwischen beiden Parteien abgesprochen ist und die Zeichnung vollzogen wird. Dies hat folgende, teilweise widersprüchliche Implikationen:

- **SAP zeigt Vertrauen:** GK Software ist weiterhin abhängig von großen Vertragsabschlüssen mit SAP um das Geschäft weiter zu entwickeln (vgl. Kommentar vom 28.11.13). Da große Aufträge bisher (abgesehen von EDEKA) nicht erfolgten und mangelnde Visibilität in Zusammenhang mit der Prognostizierbarkeit der Aufträge vorherrschte, hatte sich die Aktie deutlich von ihren Höchstständen entfernt. Die nun geplante Anteilstransaktion bedeutet nicht zwangsläufig, dass nun Aufträge folgen, zeigt aber ein Commitment der SAP und indiziert, dass beide Unternehmen in sehr engen Gesprächen sind und die Kooperation SAP-by-GK ernst genommen wird.
- **Aufträge folgen?** Ein optimistischeres Szenario wäre, dass die avisierten Aufträge nun folgen und das die Beteiligung im Zusammenhang mit direkt zu erwartenden Auftragsabschlüssen steht.

Beide Implikationen sprechen für die GK Software und zeigen, dass die Verbindung beider Unternehmen robust ist. Trotz der Tatsache, dass nicht zwangsläufig zeitnah Aufträge folgen müssen, wird die Aktie daher nun wieder mit deutlich geringeren Risikoabschlägen bewertet. **Das Kursziel der Aktie lautet nun EUR 45. Die Einschätzung lautet Kaufen (Halten).**

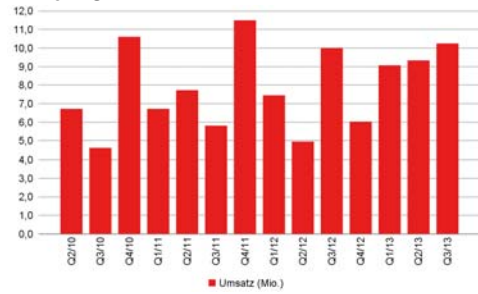


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	36,5 %
6 Monate:	21,5 %
Jahresverlauf:	-14,3 %
Letzte 12 Monate:	-12,5 %

Unternehmenstermine:	
29.04.14	2013
27.05.14	Q1
18.06.14	HV
27.08.14	Q2

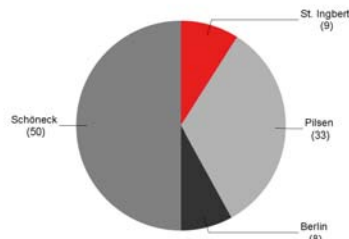
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	16,1 %	23,3	27,7	31,8	28,4	38,8	40,5	44,5
Veränd. Umsatz yoy		54,9 %	19,0 %	14,7 %	-10,5 %	36,5 %	4,3 %	10,0 %
Rohertragsmarge		98,4 %	96,8 %	102,8 %	99,8 %	97,4 %	97,4 %	97,4 %
EBITDA	56,2 %	6,2	8,0	8,6	2,9	6,9	9,9	10,9
Marge		26,5 %	28,8 %	27,1 %	10,1 %	17,8 %	24,4 %	24,4 %
EBIT	116,6 %	4,9	6,4	6,7	0,8	4,4	7,3	8,0
Marge		21,0 %	23,2 %	21,0 %	2,8 %	11,3 %	17,9 %	17,9 %
Nettoergebnis	103,1 %	3,5	4,5	4,6	0,7	3,1	5,1	5,7
EPS	102,6 %	2,11	2,68	2,55	0,38	1,74	2,88	3,16
EPS adj.	102,6 %	2,11	2,68	2,55	0,38	1,74	2,88	3,16
DPS	0,0 %	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Dividendenrendite		5,3 %	1,0 %	1,1 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
FCFPS		1,96	-0,79	1,29	0,57	2,67	3,24	3,28
EV / Umsatz		1,2 x	2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,6 x	1,4 x	1,1 x
EV / EBITDA		4,5 x	9,4 x	8,1 x	22,4 x	8,7 x	5,6 x	4,6 x
EV / EBIT		5,7 x	11,7 x	10,5 x	81,4 x	13,8 x	7,6 x	6,3 x
KGV		9,0 x	18,4 x	17,1 x	101,4 x	22,2 x	13,4 x	12,2 x
KGV ber.		9,0 x	18,4 x	17,1 x	101,4 x	22,2 x	13,4 x	12,2 x
FCF Yield Potential		16,8 %	8,2 %	9,5 %	4,2 %	9,4 %	14,1 %	17,0 %
Nettoverschuldung		-3,9	-7,1	-8,4	-5,1	-9,0	-13,9	-18,9
ROE		26,0 %	22,6 %	17,4 %	2,4 %	10,6 %	15,8 %	15,3 %
ROCE (NOPAT)		43,6 %	31,9 %	25,0 %	3,0 %	14,0 %	24,4 %	27,4 %
Guidance:	n.a.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



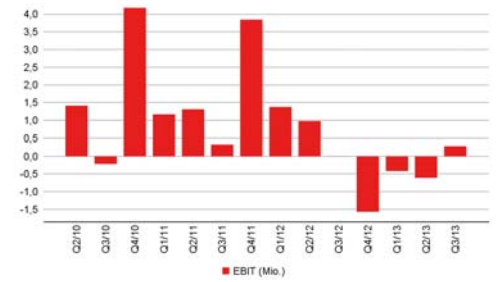
Quelle: Warburg Research

Mitarbeiter nach Standorten
2012e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

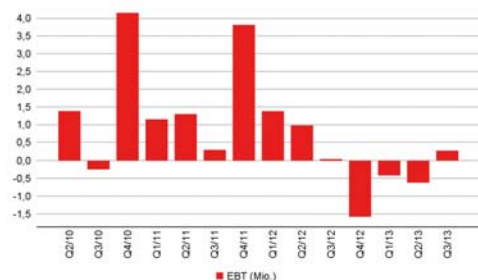
Unternehmenshintergrund

- Die GK Software ist führender Softwareanbieter für den Einzelhandel. Die Zahl der Installationen der GK Software beträgt über 55.000 in 22 Ländern.
- Die Lösungen der GK Software ermöglichen es neben den Standardprozessen auch spezielle Anforderungen wie Bonusprogramme, Fiskalspeicherung und die nahtlose Integration in Backend-Lösungen zu gewährleisten.
- Die Geschäftstätigkeit der GK Software AG gliedert sich in zwei Bereiche. Zum einen der Verkauf der Produktlizenzen und zum anderen die damit verbundenen Dienstleistungen.

Wettbewerbsqualität

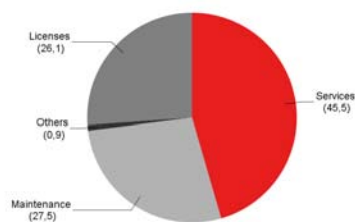
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern der GK in Ausschreibungen niedrig kalkuliert und können in der Folge durch den Anbieter nicht in Time und Budget durchgeführt werden.
- Die hervorragenden Referenzen der GK Software (Hornbach, Kaufhof, Douglas, Netto, Tchibo, T-Punkt, Thalia, JYSK Nordic...) sprechen für GK.
- Gleichzeitig liegen die Personalkosten bei GK Software standortbedingt oft rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmannschaft eines großen Systemintegrators.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



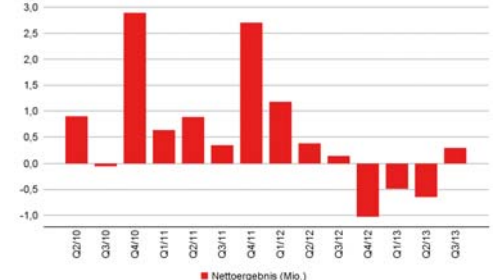
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2011; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	38,8	40,5	44,5	47,6	50,0	52,5	55,2	57,9	60,8	63,8	67,0	68,7	70,4	
Umsatzwachstum	36,5 %	4,3 %	10,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	4,4	7,3	8,0	8,6	9,0	9,5	9,9	10,4	10,9	11,5	12,1	12,4	12,7	
EBIT-Marge	11,3 %	17,9 %	17,9 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	
Steuerquote (EBT)	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	
NOPAT	3,1	5,1	5,7	6,1	6,4	6,7	7,0	7,4	7,8	8,2	8,6	8,8	9,0	
Abschreibungen	2,5	2,6	2,9	2,4	2,5	2,6	2,2	1,7	1,8	0,6	0,7	0,7	0,7	
Abschreibungsquote	6,5 %	6,5 %	6,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,5	0,5	1,2	1,4	-0,3	-0,4	-0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,4	0,4	
- Investitionen	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,2	0,6	0,7	0,7	0,7	
Investitionsquote	3,5 %	3,7 %	3,4 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	4,8	5,8	5,9	4,1	7,7	8,2	8,1	6,8	7,8	7,5	7,9	8,4	8,6	9
Barwert FCF	4,8	5,3	4,8	3,0	5,1	4,9	4,4	3,3	3,4	3,0	2,8	2,7	2,5	29
Anteil der Barwerte	18,78 %			44,25 %										36,97 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,20
Fremdkapitalzins	4,2 %	Liquidität	1,50
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	2,00
		Sonstiges	1,50
WACC	10,97 %	Beta	1,54

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2025e	50		
Terminal Value	29		
Zinstr. Verbindlichkeiten	3		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	5	Aktienzahl (Mio.)	1,8
Eigenkapitalwert	79	Wert je Aktie (EUR)	44,31

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,72	12,0 %	38,89	39,20	39,52	39,86	40,21	40,59	40,99	1,72	12,0 %	36,48	37,60	38,73	39,86	40,98	42,11	43,24
1,63	11,5 %	40,83	41,19	41,56	41,96	42,38	42,82	43,30	1,63	11,5 %	38,39	39,58	40,77	41,96	43,15	44,34	45,52
1,59	11,2 %	41,88	42,26	42,67	43,10	43,56	44,04	44,56	1,59	11,2 %	39,44	40,66	41,88	43,10	44,32	45,55	46,77
1,54	11,0 %	42,98	43,40	43,84	44,31	44,81	45,34	45,90	1,54	11,0 %	40,54	41,80	43,05	44,31	45,57	46,83	48,08
1,49	10,7 %	44,15	44,60	45,08	45,60	46,14	46,72	47,33	1,49	10,7 %	41,71	43,00	44,30	45,60	46,89	48,19	49,48
1,45	10,5 %	45,38	45,88	46,40	46,96	47,55	48,19	48,87	1,45	10,5 %	42,95	44,29	45,62	46,96	48,29	49,63	50,96
1,36	10,0 %	48,08	48,66	49,29	49,96	50,68	51,44	52,27	1,36	10,0 %	45,69	47,11	48,54	49,96	51,39	52,81	54,23

- Mit gut 20% hat GK in 2011 eine für Software-Unternehmen hohe EBIT-Marge erreicht
- Aufgrund verschobener Projekte wird 2012/13 mit einer geringen Marge gerechnet
- In 2014ff wird unter der Annahme von weiteren Projektabschlüssen mit einer Margenerholung gerechnet.
- Das Mittelfristige Margenziel bleibt etwa 20%.

Wertermittlung

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
KBV	2,1 x	3,4 x	2,8 x	2,4 x	2,3 x	2,0 x	1,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,58	9,12	10,44	9,67	11,66	14,75	18,22
EV / Umsatz	1,2 x	2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,6 x	1,4 x	1,1 x
EV / EBITDA	4,5 x	9,4 x	8,1 x	22,4 x	8,7 x	5,6 x	4,6 x
EV / EBIT	5,7 x	11,7 x	10,5 x	81,4 x	13,8 x	7,6 x	6,3 x
EV / EBIT adj.*	5,7 x	11,7 x	10,5 x	81,4 x	13,8 x	7,6 x	6,3 x
Kurs / FCF	9,7 x	n.a.	34,0 x	68,2 x	14,5 x	12,0 x	11,8 x
KGV	9,0 x	18,4 x	17,1 x	101,4 x	22,2 x	13,4 x	12,2 x
KGV ber.*	9,0 x	18,4 x	17,1 x	101,4 x	22,2 x	13,4 x	12,2 x
Dividendenrendite	5,3 %	1,0 %	1,1 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Free Cash Flow Yield Potential	16,8 %	8,2 %	9,5 %	4,2 %	9,4 %	14,1 %	17,0 %
*Adjustiert um:	-						

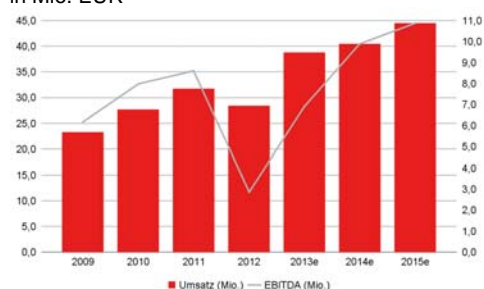
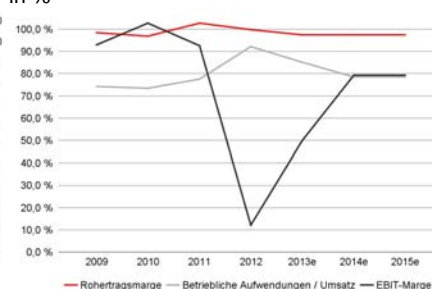
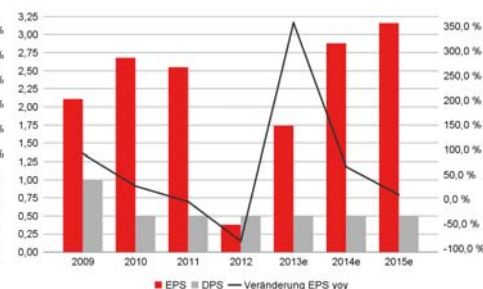
GuV

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	23,3	27,7	31,8	28,4	38,8	40,5	44,5
Veränd. Umsatz yoy	54,9 %	19,0 %	14,7 %	-10,5 %	36,5 %	4,3 %	10,0 %
Bestandsveränderungen	-0,9	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,8	-0,9
Aktiviere Eigenleistungen	1,1	0,6	1,5	0,7	1,9	2,0	2,2
Gesamterlöse	23,5	28,3	33,2	29,0	40,0	41,7	45,9
Materialaufwand	0,6	1,5	0,6	0,7	2,2	2,3	2,5
Rohertrag	22,9	26,8	32,6	28,4	37,8	39,4	43,4
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>98,4 %</i>	<i>96,8 %</i>	<i>102,8 %</i>	<i>99,8 %</i>	<i>97,4 %</i>	<i>97,4 %</i>	<i>97,4 %</i>
Personalaufwendungen	12,1	14,8	18,6	19,8	26,6	25,1	27,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	1,4	0,7	1,7	1,9	2,0	2,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,4	5,3	6,2	7,4	6,2	6,5	7,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	6,2	8,0	8,6	2,9	6,9	9,9	10,9
<i>Marge</i>	<i>26,5 %</i>	<i>28,8 %</i>	<i>27,1 %</i>	<i>10,1 %</i>	<i>17,8 %</i>	<i>24,4 %</i>	<i>24,4 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,4	0,6	0,6	1,0	1,0	1,1
EBITA	5,8	7,5	8,0	2,2	5,9	8,9	9,8
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6	1,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	4,9	6,4	6,7	0,8	4,4	7,3	8,0
<i>Marge</i>	<i>21,0 %</i>	<i>23,2 %</i>	<i>21,0 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>11,3 %</i>	<i>17,9 %</i>	<i>17,9 %</i>
EBIT adj.	4,9	6,4	6,7	0,8	4,4	7,3	8,0
Zinserträge	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,0	6,3	6,6	0,8	4,4	7,3	8,0
<i>Marge</i>	<i>21,6 %</i>	<i>22,8 %</i>	<i>20,7 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>11,3 %</i>	<i>17,9 %</i>	<i>17,9 %</i>
Steuern gesamt	1,5	1,8	2,0	0,1	1,3	2,1	2,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,5	4,5	4,6	0,7	3,1	5,1	5,7
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,5	4,5	4,6	0,7	3,1	5,1	5,7
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	3,5	4,5	4,6	0,7	3,1	5,1	5,7
<i>Marge</i>	<i>15,1 %</i>	<i>16,1 %</i>	<i>14,4 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>12,7 %</i>	<i>12,7 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
EPS	2,11	2,68	2,55	0,38	1,74	2,88	3,16
EPS adj.	2,11	2,68	2,55	0,38	1,74	2,88	3,16

*Adjustiert um:

Guidance: n.a.**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	74,3 %	73,5 %	77,6 %	92,1 %	85,2 %	78,6 %	78,6 %
Operating Leverage	2,2 x	1,7 x	0,2 x	8,4 x	12,5 x	15,2 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	53,2 x	26,1 x	31,2 x	14,9 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	30,1 %	29,1 %	30,5 %	17,6 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	47,3 %	18,7 %	19,6 %	132,4 %	28,8 %	17,4 %	15,8 %
Umsatz je Mitarbeiter	86.211	85.460	79.781	70.022	93.702	95.842	103.359

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUR**Operative Performance**
in %**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

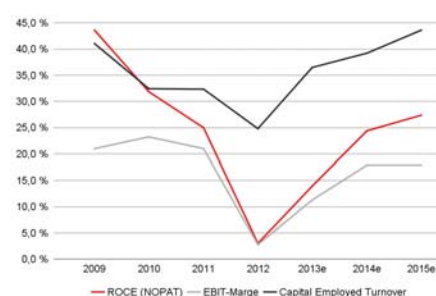
Bilanz

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,3	9,1	9,5	10,9	9,5	8,3	6,8
davon übrige imm. VG	2,9	2,7	3,1	4,5	3,1	1,8	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Sachanlagen	3,4	4,0	4,1	4,9	5,1	5,2	5,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	12,7	13,2	13,7	15,8	14,6	13,5	12,0
Vorräte	0,0	0,0	0,0	1,0	4,3	4,5	4,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,8	14,1	11,9	11,6	8,2	8,5	9,4
Liquide Mittel	10,6	13,4	13,9	10,3	14,2	19,1	24,0
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,1	4,1	4,0	5,4	5,4	5,4	5,4
Umlaufvermögen	19,6	31,6	29,8	28,3	32,0	37,4	43,7
Bilanzsumme (Aktiva)	32,4	44,8	43,5	44,1	46,6	50,9	55,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	7,8	13,9	14,2	14,4	14,4	14,4	14,4
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	6,5	11,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	5,8	8,6	12,2	12,0	12,0	12,0	12,0
Buchwert	15,3	24,3	28,2	28,2	30,4	34,7	39,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	15,3	24,3	28,2	28,2	30,4	34,7	39,4
Rückstellungen gesamt	2,1	1,4	1,8	4,6	4,6	4,6	4,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,3	0,2	1,7	1,7	1,7	1,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	6,7	6,0	5,2	3,5	3,5	3,5	3,5
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,7	0,7	0,8	2,2	2,2	2,2	2,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	0,5	0,3	0,8	1,2	1,2	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	7,5	12,6	7,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Verbindlichkeiten	17,1	20,5	15,2	15,9	16,2	16,2	16,3
Bilanzsumme (Passiva)	32,4	44,8	43,5	44,1	46,6	50,9	55,8

Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,7 x	2,5 x	2,1 x	1,8 x	2,5 x	2,5 x	2,6 x
Capital Employed Turnover	2,0 x	1,6 x	1,6 x	1,2 x	1,8 x	1,9 x	2,2 x
ROA	27,6 %	34,0 %	33,4 %	4,3 %	21,3 %	38,3 %	47,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	43,6 %	31,9 %	25,0 %	3,0 %	14,0 %	24,4 %	27,4 %
ROE	26,0 %	22,6 %	17,4 %	2,4 %	10,6 %	15,8 %	15,3 %
Adj. ROE	26,0 %	22,6 %	17,4 %	2,4 %	10,6 %	15,8 %	15,3 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-3,9	-7,1	-8,4	-5,1	-9,0	-13,9	-18,9
Nettofinanzverschuldung	-3,9	-7,5	-8,6	-6,8	-10,7	-15,6	-20,6
Net Gearing	-25,3 %	-29,3 %	-29,8 %	-18,0 %	-29,5 %	-40,0 %	-47,8 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-63,4 %	-93,4 %	-100,2 %	-237,5 %	-154,6 %	-157,5 %	-188,9 %
Buchwert je Aktie	9,2	14,6	15,8	15,7	17,0	19,4	22,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,6	9,1	10,4	9,7	11,7	14,8	18,2

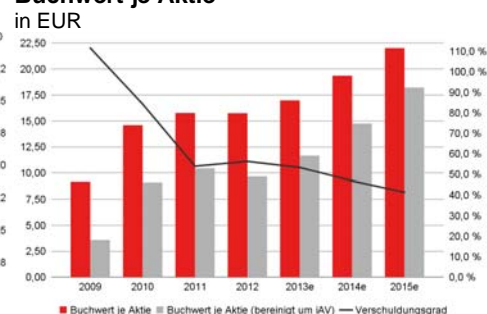
Entwicklung ROCE



Nettoverschuldung



Buchwert je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

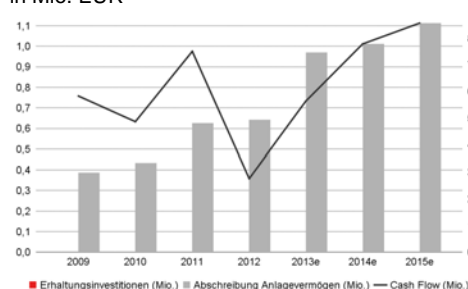
Cash flow

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,5	4,5	4,6	0,7	3,1	5,1	5,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,4	0,6	0,6	1,0	1,0	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6	1,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-0,1	0,2	1,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,0	-1,0	0,8	-1,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	5,8	4,9	7,5	2,8	5,6	7,8	8,6
Veränderung Vorräte	0,7	0,0	0,0	0,1	-3,3	-0,2	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,8	-8,5	2,0	2,4	3,4	-0,3	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,9	5,3	-4,8	-2,2	0,4	0,0	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,2	-3,2	-2,8	0,3	0,5	-0,5	-1,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	5,7	1,7	4,7	3,1	6,1	7,3	7,4
Investitionen in iAV	-1,2	-1,9	-1,7	-0,9	-0,2	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-1,2	-1,1	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,6	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,4	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-9,4	-2,7	-2,7	-4,0	-1,4	-1,5	-1,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	5,5	-0,7	-0,7	-1,8	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-1,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	5,5	3,8	-1,6	-2,7	-0,9	-0,9	-0,9
Veränderung liquide Mittel	1,8	2,8	0,4	-3,6	3,9	4,9	5,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	10,6	13,4	13,9	10,3	14,2	19,1	24,0

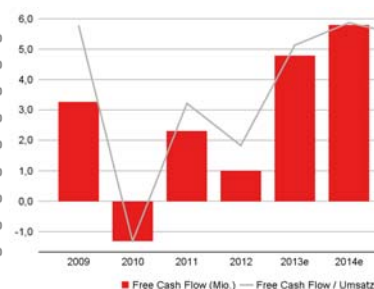
Kennzahlen

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	3,3	-1,3	2,3	1,0	4,8	5,8	5,9
Free Cash Flow / Umsatz	14,0 %	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	12,3 %	14,3 %	13,2 %
Free Cash Flow Potential	4,7	6,1	6,6	2,7	5,6	7,8	8,6
Free Cash Flow / Umsatz	14,0 %	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	12,3 %	14,3 %	13,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	92,7 %	-29,4 %	50,4 %	149,7 %	153,9 %	112,5 %	103,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,7 %	1,5 %	1,4 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,9 %	4,8 %	4,9 %	4,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	10,3 %	10,8 %	7,7 %	7,2 %	3,5 %	3,7 %	3,4 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	187,6 %	192,6 %	125,7 %	99,2 %	53,7 %	56,6 %	51,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,2 %	18,0 %	28,2 %	37,8 %	27,1 %	25,9 %	25,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	755,3 %	2964,1 %	3630,7 %	1379,5 %	683,3 %	708,3 %	723,1 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	n.a.	0,7 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
Receivables collection period (Tage)	92	186	137	149	77	77	77
Payables payment period (Tage)	504	113	197	457	203	195	192
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	-252	499	517	527

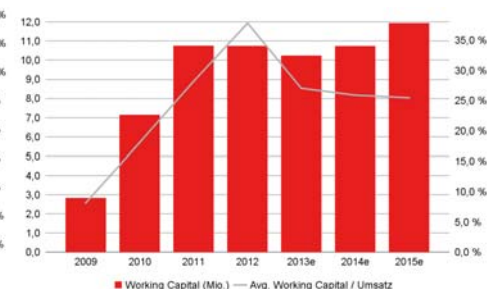
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
GK Software	5	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007571424.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

-K-	Kaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.
-H-	Halten:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.
-V-	Verkaufen:	Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.
“-“	Empfehlung ausgesetzt:	Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	93	47
Halten	90	45
Verkaufen	12	6
Empf. ausgesetzt	5	3
Gesamt	200	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	76	50
Halten	66	44
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	4	3
Gesamt	151	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [13.12.2013]


Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

RESEARCH

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com	Malte Rather Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Henner Ruschmeier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com	Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Jorg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Oliver Schwarz Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Marc-Rene Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Bjorn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Andreas Plasier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com		

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grubner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jorg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Support

Katharina Merckel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com
--	--

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---