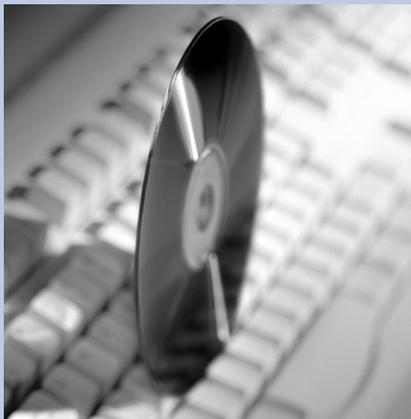


Datum **27.03.2009**



GK SOFTWARE AG

ISIN: **DE0007571424**
 Preis (25.03.09): **€ 12,15**
 Marktkapitalisierung **€ 20 Mio.**
 Streubesitz **24,93 %**

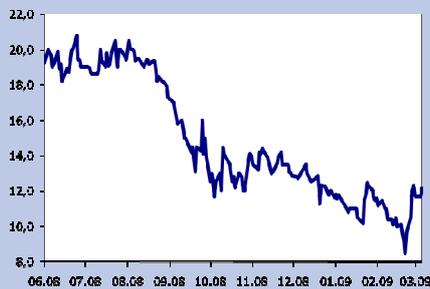
Finanzkalender

16.04.2009 GB 2008
 14.05.2009 Q1-Bericht
 11.06.2009 HV 2009
 13.08.2009 Halbjahresbericht
 12.11.2009 Q3-Bericht

Aktionärsstruktur

GK Software Holding **70,57%**
 R. Gläß **2,25%**
 S. Kronmüller **2,25%**

Kursentwicklung



Quelle: OnVista

Daniel Grossjohann

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

Michael Vara

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

GK SOFTWARE AG

Lidl und PLUS führen GK-Lösung unternehmensweit ein

■ **Empfehlung: Kaufen** ■ **Kursziel: € 28,45**

Wir empfehlen die Aktie der GK SOFTWARE zum Kauf. Erneut konnte sich das Unternehmen bei drei im Handel vielbeachteten Ausschreibungen gegen etablierte Wettbewerber durchsetzen und den eigenen Expansionskurs fortführen. Der Vertragsabschluss mit Lidl hat für GK einen hohen strategischen Wert, da neue Regionen erschlossen, eine weitere Internationalisierung erleichtert und eine weitere Großkundenreferenz gewonnen wurde. Da der Abschluss mit Lidl bereits in die Planungen für 2009 und 2010 eingeflossen ist, belassen wir unsere Schätzungen unverändert. Mit einem EV/EBIT von 1,7 für 2009 ist das Unternehmen weiter klar unterbewertet. Den fairen Wert pro Aktie sehen wir unverändert bei € 28,45 pro Aktie.

Investment Highlights

- Bestandskunde Lidl, der bisher eine DOS-basierte Kassensoftware der GK nutzte, hat entschieden unternehmensweit (8.000 Filialen in 20 Ländern) die javabasierte GK/Retail-Lösung einzuführen. Neben POS- und Hintergrundsystemen ist hier auch Software zur Filialsteuerung beinhaltet. Die Implementierung wird im Wesentlichen in 2009 und 2010 vollzogen. Die Vergütung dürfte an Meilensteinzahlungen gekoppelt sein, die sich entsprechend der Leistungserstellung über den Projektzeitraum erstrecken. Den Auftragswert schätzen wir auf ca. € 4 Mio. Wir gehen davon aus, dass GK in Ländern mit Referenzcharakter preisliche Zugeständnisse gemacht haben dürfte. Insgesamt wird der Abschluss mit Lidl die hohe EBIT-Marge (09e: 24,9%) unserer Einschätzung nach jedoch nicht belasten.
- PLUS ist Teil des Filialnetzes des GK-Bestandskunden Netto. Die Beauftragung der GK zur Einführung aller bei Netto verwendeten GK/Lösungen in den PLUS-Filialen kann als Indikation für die hohe Kundenzufriedenheit gesehen werden. Während das Filialnetz von Netto etwa 1.500 Filialen umfasst, kommt PLUS auf rund 2.500 Filialen. Herausforderung bei der aktuellen Beauftragung durch PLUS ist die Integration der älteren Kassensysteme, die um Touchscreens erweitert wird und die Integration von Leertgutautomaten unterschiedlicher Hersteller. Ermöglicht wird die Integration der Altgeräte durch die Verwendung der offenen und plattformunabhängigen GK-Lösung.
- Bisher hat GK SOFTWARE noch keine Auswirkungen aus der Finanzkrise gespürt. Der erfolgreiche Abschluss großer Deals zeigt die strategische Bedeutung solcher Projekte. Nach Abschluss des Lidl-Projektes wird es für GK keine größeren „weißen Flecken“ auf der Europa-Karte mehr geben. Von besonderer Bedeutung ist der sichtbare Eintritt in den spanischen Markt und nach Frankreich, da es hier zahlreiche potenzielle Kunden für GK gibt.

Kennzahlen

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2006	7,1	0,9	0,74	n.m.	n.m.	n.m.	22,6	94,9
2007	10,7	1,6	1,25	n.m.	n.m.	n.m.	21,7	88,7
2008e	14,6	2,7	1,64	7,41	0,5	2,1	24,8	38,2
2009e	18,4	3,5	2,07	5,86	0,4	1,7	24,9	24,8
2010e	24,0	4,5	2,69	4,52	0,3	1,3	25,0	25,0

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Die Erfolge der GK bei größeren Ausschreibungen im deutschen Handel (u.a. Douglas, Hornbach, Galeria Kaufhof, ESCADA, Netto, Lidl, PLUS) zeigen die Stärke der GK-Lösung, aber auch die Reputation, die GK im Markt aufbauen konnte. Wir gehen davon aus, dass Großunternehmen, wie Wincor Nixdorf, Torex und SAP, zu den Wettbewerbern zählen, gegen die sich GK durchsetzen konnte. Mit Gebr. Heinemann KG hat sich ein international führender Betreiber von Flughafen-Shops kürzlich für den Roll-Out von GK/Retail in rund 130 Geschäften in Deutschland und Dänemark entschieden.

Auf der Branchenmesse EuroCIS (10.-12.2.09) präsentierte GK erstmalig die neue Major-Version der Filialsuite GK/Retail, die über zahlreiche neue Funktionalitäten (u.a. Digital Signature, mobiles Couponing) verfügt. Die Technologie unterstützt die Standards der Service Orientierten Architektur (SOA) und ist beliebig skalierbar.

Gewinn- und Verlustrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	4,172	7,079	10,745	14,607	18,417	24,019
Bestandsveränderungen	0,514	0,976	-0,002	-0,993	-1,251	-1,632
Aktivierete Eigenleistungen	0,317	0,318	0,558	1,282	1,616	2,108
Sonstige betriebliche Erträge	0,061	0,205	0,379	0,057	0,072	0,094
Gesamtleistung	5,064	8,578	11,680	14,953	18,854	24,588
Materialaufwand	-0,204	-0,227	-0,486	-0,495	-2,267	-3,577
Rohergebnis	4,860	8,351	11,194	14,458	16,587	21,011
Personalaufwand	-3,090	-4,900	-6,152	-8,060	-9,023	-11,292
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwand	-1,065	-1,509	-2,183	-2,179	-2,307	-2,934
EBITDA	0,705	1,942	2,859	4,219	5,257	6,785
Abschreibungen/Amortisation	-0,182	-0,342	-0,527	-0,598	-0,668	-0,770
EBIT	0,523	1,600	2,332	3,622	4,589	6,015
Finanzergebnis	-0,038	0,020	-0,115	0,281	0,344	0,373
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	0,485	1,620	2,217	3,903	4,933	6,387
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,194	-0,693	-0,656	-1,171	-1,480	-1,916
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	0,291	0,927	1,561	2,732	3,453	4,471
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	0,291	0,927	1,561	2,732	3,453	4,471
Gewichtete Anzahl Aktien	1,25	1,25	1,25	1,67	1,67	1,67
EPS	0,23	0,74	1,25	1,64	2,07	2,69
EPS bereinigt	0,23	0,74	1,25	1,64	2,07	2,69
DPS	0,00	0,00	0,64	0,00	0,00	0,00

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

(in € Mio.)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Anlagevermögen	0,717	1,025	3,748	3,589	3,474	3,424
Imm. Vermögenswerte	0,497	0,719	1,128	1,428	1,978	2,878
Sachanlagen	0,220	0,306	2,620	2,161	1,496	0,546
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	4,852	6,711	8,064	20,878	26,936	35,115
Vorräte	1,025	2,001	1,999	2,717	3,426	4,468
Forderungen	1,485	2,253	3,161	4,297	5,418	7,066
Kasse und WP	2,342	2,457	2,904	13,863	18,091	23,580
Sonst. Aktiva	0,014	0,006	0,018	0,018	0,018	0,018
Summe Aktiva	5,583	7,742	11,830	24,484	30,427	38,557
Eigenkapital	0,513	1,440	2,081	12,213	15,666	20,137
Rücklagen	0,513	1,440	2,081	12,213	15,666	20,137
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,257	0,707	0,577	0,580	0,582	0,585
Verbindlichkeiten	4,653	5,378	8,388	10,908	13,395	17,050
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,000	0,002	1,376	1,376	1,376	1,376
Nichtzinstragende Verbindlichkeiten	4,653	5,376	7,012	9,532	12,019	15,674
Sonstige Passiva	0,160	0,217	0,784	0,784	0,784	0,784
Summe Passiva	5,583	7,742	11,830	24,484	30,427	38,557

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,656	0,763	1,920	3,998	4,780	6,210
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,555	-0,653	-2,046	-0,438	-0,553	-0,721
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,000	0,002	0,573	7,400	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	1,101	0,112	0,447	10,959	4,228	5,489
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,342	2,457	2,904	13,863	18,091	23,580

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	16,9%	27,4%	26,6%	28,9%	28,5%	28,2%
EBIT-Marge	12,5%	22,6%	21,7%	24,8%	24,9%	25,0%
Vorsteuer marge	11,6%	22,9%	20,6%	26,7%	26,8%	26,6%
Nettomarge	7,0%	13,1%	14,5%	18,7%	18,8%	18,6%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	8,7%	n.m.	22,6%	23,2%	23,4%
ROE	113,5%	94,9%	88,7%	38,2%	24,8%	25,0%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	77,3	85,3	76,8	83,5	87,8	103,9
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	5,4	11,2	11,2	15,6	16,5	19,3
Anzahl Mitarbeiter (Durchschnitt)	54	83	140	175	210	231
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	9,2%	18,6%	17,6%	49,9%	51,5%	52,2%
Gearing	-445,4%	-166,0%	-70,9%	-101,8%	-106,3%	-110,0%
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	0,29	1,02	1,57	2,00	2,48	3,15
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,15	0,49	-0,52	1,98	2,57	3,38
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,4%	4,8%	4,9%	4,1%	3,6%	3,2%
Capex/Umsatz	13,3%	9,2%	24,3%	3,0%	3,0%	3,0%
Working Capital/Umsatz	-58,4%	-13,8%	5,9%	10,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	40,0%	42,8%	29,6%	30,0%	30,0%	30,0%
Bewertungskennzahlen						
EV/Umsatz	n.m.	n.m.	n.m.	0,53	0,42	0,32
EV/EBITDA	n.m.	n.m.	n.m.	1,83	1,47	1,14
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	2,14	1,69	1,29
P/E berichtet	n.m.	n.m.	n.m.	7,41	5,86	4,52
P/E bereinigt	n.m.	n.m.	n.m.	7,41	5,86	4,52
PCPS	n.m.	n.m.	n.m.	6,07	4,91	3,86

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

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:
(27.03.2009)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
 (Schlusskurse vom 25.03.2009)

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 dem Emittenten 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.