

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**Kursziel EUR 53,00** (alt: 53,00)

**Kurs** EUR 42,05  
**Bloomberg** GKS GR  
**Reuters** GKSG  
**Branche** Software/IT

**Die GK Software ist ein Softwareproduktunternehmen mit den typischen Umsätzen aus Services, Lizenzen und Wartung. Das Unternehmen bietet führende Lösungen für den Einzelhandel.**



Aktien Daten: 30.03.2012 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 70,0 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 49,8 Mio.  
**Buchwert:** EUR 27,3 Mio.  
**Aktienanzahl:** 1,7 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 41,8 Tsd.

**Aktionäre:**  
 GK Software Holding 59,8 %  
 Free Float 34,8 %  
 Rainer Gläß 3,2 %  
 Stephan Kronmüller 2,3 %

**Termine:**  
 Geschäftsbericht 25.04.12  
 Zahlen Q1 24.05.12  
 HV 28.06.12  
 Zahlen Q2 29.08.12

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
<b>Umsatz</b>	32,0	-0,8	36,8	-2,5	40,5	-2,5
<b>EBIT</b>	6,5	2,1	7,5	-0,1	8,2	-0,1
<b>EPS</b>	2,73	2,2	3,19	0	3,51	-0,3

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 02.04.2012  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

## Prognosen erfüllt

Am 30.03.12 legte die GK Software AG die vorläufigen Geschäftszahlen für das Jahr 2011 vor. Demnach wurden die **Prognosen der WR erfüllt**:

GK Software - Q4 2011								
Angaben in Mio. EUR	Q4/11	Q4/11e	Q4/10	yoy	2011	2011e	2010	yoy
<b>Umsatz</b>	11,5	11,7	10,6	8,4%	31,8	32,0	27,7	14,7%
<b>EBIT</b>	3,8	3,7	4,2	-8,0%	6,7	6,5	6,4	3,4%
<b>Marge</b>	33,5%	31,4%	39,4%		21,0%	20,3%	23,2%	

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Mit einem EBIT von EUR 6,7 Mio. lag die Marge sogar leicht oberhalb des Plankorridors des Unternehmens (bis 20%) und betrug 21%. Der Umsatz lag nur Marginal unterhalb der Erwartung. Die Prognose für 2012 bleibt vor diesem Hintergrund fast unverändert. Bei einem etwas geringeren Umsatz wird bei etwas höherer Marge ein EBIT von EUR 7,5 Mio. erwartet (WR).

**GK profitierte von guten Rahmenbedingungen in Deutschland:** Trotz der allgemein unsicheren weltwirtschaftlichen Lage blieb die Verbraucherstimmung positiv und viele Einzelhändler investieren in innovative Konzepte.

### Die Wachstumstreiber für 2012ff sind vielfältig:

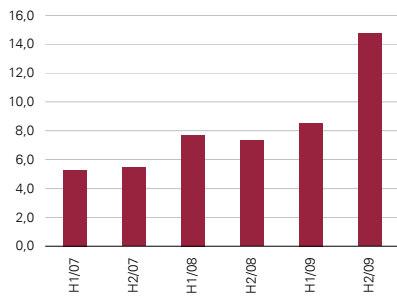
- **Investitionsbereitschaft:** Das Unternehmen sieht eine grundlegende Entwicklung hin zu „smarten mobilen Geräten“. Im Einzelhandel gewinnen diese Geräte kontinuierlich an Bedeutung. Der Einzelhandel investiert im Schnitt rund 1,5 Prozent seiner Umsätze in IT-Projekte.
- **Erneuerung:** Zudem gibt es einen kontinuierlichen Prozess des Austauschs von Basissystemen, wie beispielsweise Kassen. Ein Viertel der Systeme sind älter als zehn Jahre (EHI Retail Institute, Kassensysteme 2012, Köln 2012).
- **Neue Marktsegmente:** Hinzu kommt die Erschließung neuer Marktsegmente, zum Beispiel im Bereich der Handelswaagen. Diese neue Waagen-Technologie ermöglicht es, auch Produkte, die abgewogen werden müssen, komfortabel in die EDV zu integrieren.
- **Internationalisierung und die Kooperation mit SAP:** Vor neun Monaten hatte die SAP beschlossen, den Vertrieb in der D-A-CH-Region aufzunehmen. Nun konnten bereits zwei große internationale Projekte (eines in der Schweiz) gewonnen werden. Insbesondere im internationalen Geschäft ist GK, mangels eigener globaler Präsenz, ohne SAP oft nicht in der Lage Projekte zu gewinnen. GK wird auch in den kommenden Jahren von der Kooperation mit SAP profitieren. Denn international kann SAP „für GK“ wesentliche Vertriebs- und Implementationsleistungen erbringen und damit den Markteintritt ermöglichen.

**Die Aktie der GK Software AG wird mit einem Kursziel von EUR 53 weiterhin mit Kaufen eingestuft.**

Geschäftsjahresende:	31.12.						
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
in EUR Mio							
<b>Umsatz</b>	10,7	15,0	23,3	27,7	31,8	35,9	39,5
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	51,8 %	39,9 %	54,9 %	19,0 %	14,7 %	13,0 %	10,0 %
<b>Rohertrag</b>	10,8	14,1	22,9	26,8	30,9	35,0	38,5
<i>Rohertragsmarge</i>	100,7 %	93,6 %	98,4 %	96,8 %	97,4 %	97,4 %	97,4 %
<b>EBITDA</b>	2,9	2,9	6,2	8,0	8,7	9,8	10,8
<i>EBITDA-Marge</i>	26,6 %	19,4 %	26,5 %	28,8 %	27,5 %	27,4 %	27,4 %
<b>EBIT</b>	2,3	2,2	4,9	6,4	6,7	7,5	8,2
<i>EBIT-Marge</i>	21,7 %	14,6 %	21,0 %	23,2 %	21,0 %	20,9 %	20,9 %
<b>Jahresüberschuss</b>	1,6	1,6	3,5	4,5	4,7	5,3	5,8
<b>EPS</b>	312,26	1,10	2,11	2,68	2,79	3,19	3,50
<b>Free Cash Flow je Aktie</b>	-138,62	-0,01	1,96	-0,79	5,66	3,16	3,94
<b>Dividende</b>	36,86	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	87,7 %	n.a.	2,4 %	2,4 %	n.a.	n.a.	n.a.
<b>EV/Umsatz</b>	5,9	4,2	2,7	2,3	1,7	1,4	1,1
<b>EV/EBITDA</b>	22,0	21,6	10,2	7,9	6,3	5,1	4,0
<b>EV/EBIT</b>	27,0	28,6	12,9	9,8	8,3	6,7	5,3
<b>KGV</b>	0,1	38,2	19,9	15,7	15,1	13,2	12,0
<b>ROCE</b>	93,7 %	26,5 %	27,8 %	24,4 %	20,7 %	20,6 %	19,7 %
<b>Adj. Free Cash Flow Yield</b>	4,5 %	4,6 %	9,8 %	12,7 %	15,8 %	19,7 %	25,0 %

**Entwicklung Umsatz**

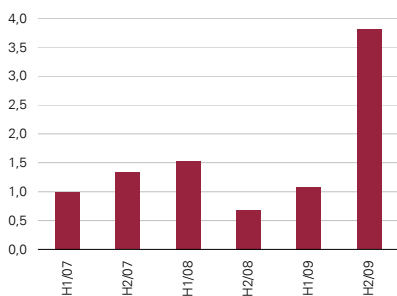
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Entwicklung EBIT**

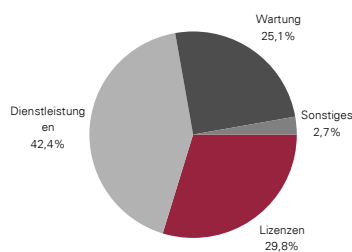
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Umsatz nach Arten**

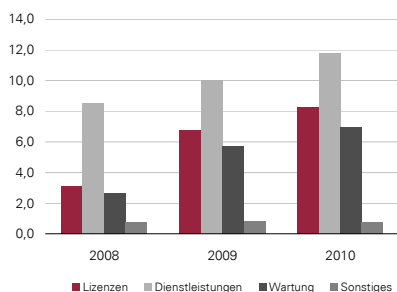
2010



Quelle: GK Software

**Umsatzaufteilung nach Arten**

in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Unternehmenshintergrund**

Die GK Software ist führender Softwareanbieter für den Einzelhandel. Die Zahl der Installationen der GK Software beträgt über 100.000 in 22 Ländern. Die Lösungen der GK Software ermöglichen es neben den Standardprozessen des Einzelhandels 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. Gleichzeitig ist sie hochgradig integrationsfähig. Das führt zu geringen Implementationskosten.
- 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 eine andere Sprache: Dank hohem Standardisierungsgrad und starker Fokussierung werden die Lösungen innerhalb von vergleichsweise schnellen 12-15 Monaten implementiert.
- Gleichzeitig liegen die Personalkosten bei GK Software rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmannschaft eines großen Systemintegrators. Die geografisch günstige Lage und hochqualifizierte Mitarbeiter aus Osteuropa ermöglichen insgesamt systematisch niedrige Kosten, die an den preissensiblen Einzelhandelskunden weitergeleitet werden können.

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatz</b>	<b>10,7</b>	<b>15,0</b>	<b>23,3</b>	<b>27,7</b>	<b>31,8</b>	<b>35,9</b>	<b>39,5</b>
Bestandsveränderungen	0,0	-1,3	-0,9	0,0	-0,6	-0,7	-0,8
Aktivierete Eigenleistungen	0,6	0,8	1,1	0,6	1,6	1,8	2,0
<b>Gesamtleistung</b>	<b>11,3</b>	<b>14,6</b>	<b>23,5</b>	<b>28,3</b>	<b>32,7</b>	<b>37,0</b>	<b>40,6</b>
Materialaufwand	0,5	0,5	0,6	1,5	1,8	2,0	2,2
<b>Rohertrag</b>	<b>10,8</b>	<b>14,1</b>	<b>22,9</b>	<b>26,8</b>	<b>30,9</b>	<b>35,0</b>	<b>38,5</b>
Personalaufwendungen	6,2	8,0	12,1	14,8	18,7	21,2	23,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,4	0,8	1,4	1,6	1,8	1,9
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,2	3,5	5,4	5,3	5,0	5,7	6,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,8	0,9	1,0
<b>EBITA</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,5</b>	<b>7,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>
Abschreibungen auf iAV	0,2	0,4	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>
Zinserträge	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>5,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>7,5</b>	<b>8,2</b>
Steuern gesamt	0,7	0,7	1,5	1,8	1,9	2,2	2,4
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<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>	<b>100,0 %</b>
Bestandsveränderungen	0,0 %	-8,4 %	-3,8 %	0,0 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	5,2 %	5,4 %	4,6 %	2,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
<b>Gesamtleistung</b>	<b>105,2 %</b>	<b>97,0 %</b>	<b>100,8 %</b>	<b>102,3 %</b>	<b>103,0 %</b>	<b>103,0 %</b>	<b>103,0 %</b>
Materialaufwand	4,5 %	3,4 %	2,4 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %
<b>Rohertrag</b>	<b>100,7 %</b>	<b>93,6 %</b>	<b>98,4 %</b>	<b>96,8 %</b>	<b>97,4 %</b>	<b>97,4 %</b>	<b>97,4 %</b>
Personalaufwendungen	57,3 %	53,5 %	52,1 %	53,6 %	59,0 %	59,0 %	59,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	3,5 %	2,8 %	3,6 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,3 %	23,5 %	23,4 %	19,3 %	15,9 %	16,0 %	16,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>	<b>0,0 %</b>
<b>EBITDA</b>	<b>26,6 %</b>	<b>19,4 %</b>	<b>26,5 %</b>	<b>28,8 %</b>	<b>27,5 %</b>	<b>27,4 %</b>	<b>27,4 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,1 %	2,1 %	1,7 %	1,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
<b>EBITA</b>	<b>23,5 %</b>	<b>17,4 %</b>	<b>24,9 %</b>	<b>27,3 %</b>	<b>25,0 %</b>	<b>24,9 %</b>	<b>24,9 %</b>
Abschreibungen auf iAV	1,8 %	2,7 %	3,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBIT</b>	<b>21,7 %</b>	<b>14,6 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>23,2 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>20,9 %</b>	<b>20,9 %</b>
Zinserträge	0,4 %	1,5 %	1,1 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	1,5 %	0,9 %	0,5 %	1,1 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-1,1 %	0,6 %	0,6 %	-0,5 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %
<b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>20,6 %</b>	<b>15,2 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>20,9 %</b>	<b>20,9 %</b>
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>EBT</b>	<b>20,6 %</b>	<b>15,2 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>20,6 %</b>	<b>20,9 %</b>	<b>20,9 %</b>
Steuern gesamt	6,1 %	4,4 %	6,5 %	6,6 %	6,0 %	6,1 %	6,1 %
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>14,5 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>14,8 %</b>
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>14,5 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>14,8 %</b>
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>14,5 %</b>	<b>10,8 %</b>	<b>15,1 %</b>	<b>16,2 %</b>	<b>14,7 %</b>	<b>14,8 %</b>	<b>14,8 %</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Bilanz GK Software**

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,6	9,3	9,1	8,2	7,1	5,8
davon übrige imm. VG	1,1	1,6	2,9	2,7	1,8	0,7	-0,6
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Sachanlagen	2,6	2,6	3,4	4,0	4,1	4,0	3,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>12,7</b>	<b>13,2</b>	<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>9,3</b>
Vorräte	2,0	0,7	0,0	0,0	3,5	4,0	4,4
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,3	3,0	5,8	14,1	6,7	7,6	8,3
Sonstige Vermögensgegenstände	0,9	2,8	3,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Liquide Mittel	2,9	8,9	10,6	13,4	21,2	26,5	33,1
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>8,1</b>	<b>15,4</b>	<b>19,6</b>	<b>31,6</b>	<b>35,5</b>	<b>42,2</b>	<b>49,8</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>11,8</b>	<b>19,6</b>	<b>32,4</b>	<b>44,8</b>	<b>47,8</b>	<b>53,2</b>	<b>59,2</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	0,2	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	0,0	7,8	7,8	13,9	13,9	13,9	13,9
Gewinnrücklagen	0,2	0,0	0,0	0,0	3,0	8,3	14,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,7	2,2	5,8	8,6	8,6	8,6	8,6
Buchwert	2,0	11,8	15,3	24,3	27,3	32,6	38,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,0</b>	<b>11,8</b>	<b>15,3</b>	<b>24,3</b>	<b>27,3</b>	<b>32,6</b>	<b>38,5</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Rückstellungen gesamt	1,8	1,1	2,1	1,4	1,4	1,4	1,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,4	1,3	6,7	6,0	6,0	6,0	6,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,5	0,8	0,5	0,5	0,6	0,7
Sonstige Verbindlichkeiten	6,4	5,0	7,5	12,6	12,6	12,6	12,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>9,7</b>	<b>7,8</b>	<b>17,1</b>	<b>20,5</b>	<b>20,5</b>	<b>20,6</b>	<b>20,7</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>11,8</b>	<b>19,6</b>	<b>32,4</b>	<b>44,8</b>	<b>47,8</b>	<b>53,2</b>	<b>59,2</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Bilanz GK Software**

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,6 %	8,3 %	28,8 %	20,4 %	17,2 %	13,3 %	9,7 %
davon übrige imm. VG	9,6 %	8,3 %	9,0 %	6,1 %	3,8 %	1,3 %	-1,1 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	19,8 %	14,3 %	13,4 %	12,0 %	10,8 %
Sachanlagen	22,2 %	13,2 %	10,5 %	9,0 %	8,6 %	7,5 %	6,0 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Anlagevermögen</b>	<b>31,8 %</b>	<b>21,6 %</b>	<b>39,3 %</b>	<b>29,4 %</b>	<b>25,8 %</b>	<b>20,8 %</b>	<b>15,8 %</b>
Vorräte	16,9 %	3,8 %	0,0 %	0,0 %	7,3 %	7,5 %	7,4 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,2 %	15,4 %	18,0 %	31,5 %	14,0 %	14,3 %	14,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	7,6 %	14,2 %	9,7 %	9,1 %	8,6 %	7,7 %	6,9 %
Liquide Mittel	24,6 %	45,2 %	32,8 %	30,0 %	44,4 %	49,8 %	55,8 %
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>68,3 %</b>	<b>78,6 %</b>	<b>60,6 %</b>	<b>70,6 %</b>	<b>74,3 %</b>	<b>79,3 %</b>	<b>84,2 %</b>
<b>Bilanzsumme (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>100,0 %</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,3 %	8,5 %	5,1 %	4,0 %	3,7 %	3,4 %	3,0 %
Kapitalrücklage	0,0 %	40,0 %	24,2 %	31,1 %	29,2 %	26,2 %	23,6 %
Gewinnrücklagen	1,4 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	6,3 %	15,7 %	23,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,6 %	11,4 %	17,8 %	19,1 %	17,9 %	16,1 %	14,5 %
Buchwert	17,3 %	60,1 %	47,2 %	54,3 %	57,2 %	61,3 %	65,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Eigenkapital</b>	<b>17,3 %</b>	<b>60,1 %</b>	<b>47,2 %</b>	<b>54,3 %</b>	<b>57,2 %</b>	<b>61,3 %</b>	<b>65,0 %</b>
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,5 %	0,2 %	0,1 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
Rückstellungen gesamt	15,3 %	5,4 %	6,5 %	3,2 %	3,0 %	2,7 %	2,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	11,7 %	6,4 %	20,8 %	13,4 %	12,5 %	11,3 %	10,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,7 %	2,7 %	2,4 %	1,1 %	1,1 %	1,1 %	1,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	54,0 %	25,5 %	23,0 %	28,0 %	26,3 %	23,6 %	21,2 %
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>82,6 %</b>	<b>40,0 %</b>	<b>52,7 %</b>	<b>45,7 %</b>	<b>42,9 %</b>	<b>38,7 %</b>	<b>35,0 %</b>
<b>Bilanzsumme (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>	<b>100,0 %</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Kapitalflussrechnung GK Software**

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,6	1,6	3,5	4,5	4,7	5,3	5,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,8	0,9	1,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,4	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	-0,4	1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>6,7</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>
Veränderung Vorräte	0,0	1,3	0,7	0,0	-3,5	-0,5	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,6	-1,2	-2,8	-8,5	7,4	-0,9	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,3	-1,1	1,9	5,3	0,0	0,1	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	-1,0	-0,2	-3,2	3,9	-1,3	-1,0
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>5,7</b>	<b>1,7</b>	<b>10,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,4</b>
CAPEX	-2,6	-1,2	-2,4	-3,0	-1,2	-1,1	-0,8
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-1,4	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,6	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,0</b>	<b>-2,6</b>	<b>-9,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,8</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,4	-0,1	5,5	-0,7	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,8	-0,2	0,0	-1,7	-1,7	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	6,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>0,6</b>	<b>7,3</b>	<b>5,5</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	0,4	5,9	1,8	2,8	7,8	5,3	6,6
<b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>2,9</b>	<b>8,9</b>	<b>10,6</b>	<b>13,4</b>	<b>21,2</b>	<b>26,5</b>	<b>33,1</b>

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

## Kennzahlen GK Software

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Operative Effizienz</b>							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	78,6 %	77,6 %	74,3 %	73,5 %	75,5 %	75,6 %	75,6 %
Umsatz je Mitarbeiter	66.326	81.238	86.211	102.552	115.287	127.720	137.737
EBITDA je Mitarbeiter	17.648	15.762	22.856	29.563	31.680	34.968	37.711
EBIT-Marge	21,7 %	14,6 %	21,0 %	23,2 %	21,0 %	20,9 %	20,9 %
EBITDA / Operating Assets	89,7 %	82,0 %	98,8 %	71,3 %	119,2 %	115,9 %	118,9 %
ROA	41,7 %	38,5 %	27,6 %	34,0 %	37,8 %	48,1 %	62,7 %
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Plant Turnover	4,1	5,8	6,8	6,8	7,7	9,1	11,1
Operating Assets Turnover	3,4	4,2	3,7	2,5	4,3	4,2	4,3
Capital Employed Turnover	3,1	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	93,7 %	26,5 %	27,8 %	24,4 %	20,7 %	20,6 %	19,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	114,9 %	35,2 %	35,1 %	30,3 %	27,1 %	27,1 %	25,8 %
ROE	76,5 %	13,8 %	23,0 %	18,4 %	17,0 %	16,3 %	15,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	89,7 %	23,5 %	26,0 %	22,6 %	18,0 %	17,7 %	16,4 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	89,7 %	23,5 %	26,0 %	22,6 %	18,0 %	17,7 %	16,4 %
ROIC	28,2 %	11,2 %	14,2 %	13,7 %	13,1 %	13,0 %	12,5 %
<b>Solvanz</b>							
Nettoverschuldung	-1,5	-7,6	-3,9	-7,5	-15,2	-20,5	-27,1
Net Gearing	-74,9 %	-64,5 %	-25,6 %	-30,7 %	-55,8 %	-62,8 %	-70,4 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	148,3 %	938,1 %	227,5 %	406,6 %	456,5 %	545,3 %	643,0 %
Current ratio	1,2	2,7	2,2	2,3	2,6	3,0	3,6
Acid Test Ratio	0,7	2,2	1,8	2,1	2,1	2,5	2,9
EBITDA / Zinsaufwand	17,9	20,7	53,2	26,1	87,2	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	20,2	n.a.	n.a.	50,3	66,5	n.a.	n.a.
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	-0,7	0,0	3,3	-1,3	9,4	5,3	6,6
Free Cash Flow / Umsatz	-6,5 %	-0,1 %	14,0 %	-4,7 %	29,7 %	14,7 %	16,6 %
Adj. Free Cash Flow	2,9	2,9	6,2	8,0	8,7	9,8	10,8
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	16,7 %	14,1 %	16,8 %	18,8 %	18,7 %	18,8 %	18,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-44,4 %	-0,7 %	92,7 %	-29,3 %	202,9 %	99,2 %	112,4 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,7 %	3,9 %	2,7 %	1,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	23,2 %	10,7 %	2,9 %	4,8 %	1,7 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	11,8 %	0,0 %	47,3 %	37,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Mittelverwendung</b>							
Investitionsquote	24,3 %	17,2 %	12,8 %	11,3 %	3,8 %	3,0 %	2,1 %
Maint. Capex / Umsatz	3,1 %	2,0 %	1,7 %	1,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	496,2 %	359,9 %	231,9 %	201,9 %	58,6 %	46,3 %	33,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,7 %	7,6 %	9,2 %	18,2 %	16,3 %	10,8 %	12,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1142,9 %	574,7 %	755,3 %	2964,1 %	1340,0 %	1266,7 %	1185,7 %
Inventory processing period (Tage)	67,9	17,9	n.a.	n.a.	40,6	40,6	40,6
Receivables collection period (Tage)	76,9	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0
Payables payment period (Tage)	6,7	12,8	12,1	6,3	6,3	6,3	6,3
Cash conversion cycle (Tage)	19,2	27,0	n.a.	n.a.	36,7	45,3	51,3
<b>Bewertung</b>							
Dividendenrendite	87,7 %	n.a.	2,4 %	2,4 %	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	34,3	5,9	4,6	2,9	2,6	2,1	1,8
EV/sales	5,9	4,2	2,7	2,3	1,7	1,4	1,1
EV/EBITDA	22,0	21,6	10,2	7,9	6,3	5,1	4,0
EV/EBIT	27,0	28,6	12,9	9,8	8,3	6,7	5,3
EV/FCF	n.m.	n.m.	19,3	n.m.	5,8	9,5	6,6
P/E	0,1	38,2	19,9	15,7	15,1	13,2	12,0
P/CF	32,9	31,3	12,0	14,4	10,4	9,1	8,3
Adj. Free Cash Flow Yield	4,5 %	4,6 %	9,8 %	12,7 %	15,8 %	19,7 %	25,0 %

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**Free Cash Flow Yield - GK Software**

Angaben in Mio. EUR	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss	1,6	3,5	4,5	4,7	5,3	5,8
+ Abschreibung + Amortisation	0,7	1,3	1,5	2,1	2,3	2,6
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
+ Steuern	0,7	1,5	1,8	1,9	2,2	2,4
- Erhaltungsinvestitionen	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
<b>= Adjustierter Free Cash Flow</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,7</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>
Adjustierter Free Cash Flow Yield	4,6%	9,8%	12,7%	15,8%	19,7%	25,0%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
<b>= Enterprise Value</b>	<b>62,9</b>	<b>62,9</b>	<b>62,9</b>	<b>55,1</b>	<b>49,8</b>	<b>43,3</b>
<b>= Fairer Enterprise Value</b>	<b>29,2</b>	<b>61,7</b>	<b>79,8</b>	<b>87,2</b>	<b>98,2</b>	<b>108,1</b>
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,5	-7,5	-7,5	-15,2	-20,5	-27,1
- Pensionsverbindlichkeiten	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>36,3</b>	<b>68,8</b>	<b>86,9</b>	<b>102,1</b>	<b>118,4</b>	<b>134,8</b>
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>21,79</b>	<b>41,34</b>	<b>52,22</b>	<b>61,35</b>	<b>71,11</b>	<b>80,96</b>
Premium (-) / Discount (+) in %	-48,2%	-1,7%	24,2%	45,9%	69,1%	92,5%

**Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)**

	13,0%	17,75	32,79	41,16	49,26	57,50	65,98
	12,0%	18,87	35,16	44,23	52,62	61,28	70,14
Fairer	11,0%	20,20	37,97	47,86	56,59	65,75	75,06
Free Cash Flow	<b>10,0%</b>	<b>21,79</b>	<b>41,34</b>	<b>52,22</b>	<b>61,35</b>	<b>71,11</b>	<b>80,96</b>
Yield	9,0%	23,74	45,46	57,54	67,17	77,67	88,17
	8,0%	26,17	50,61	64,20	74,45	85,86	97,18
	7,0%	29,30	57,23	72,76	83,81	96,39	108,77

Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

**DCF Modell - GK Software**

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	31,8	35,9	39,5	42,6	46,0	49,7	51,2	52,7	54,3	56,0	57,6	59,4	61,1	62,7
Veränderung	14,7%	13,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%
EBIT	6,7	7,5	8,2	8,5	9,2	9,9	10,2	10,5	10,9	11,2	11,5	11,9	12,2	12,5
EBIT-Marge	21,0%	20,9%	20,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Steuerquote	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%	29,0%
NOPAT	4,7	5,3	5,8	6,1	6,5	7,1	7,3	7,5	7,7	7,9	8,2	8,4	8,7	8,9
Abschreibungen	2,1	2,3	2,6	2,6	2,8	2,5	2,0	1,6	1,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
in % vom Umsatz	6,5%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3,9	-1,3	-1,0	-3,0	-0,7	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3
- Investitionen	-1,2	-1,1	-0,8	-1,3	-2,8	-2,5	-2,0	-1,6	-1,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Investitionsquote	3,8%	3,0%	2,1%	3,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	-0,2	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)	9,5	5,3	6,6	4,1	5,9	6,3	7,0	7,2	7,9	7,6	7,9	8,1	8,3	8,6

**Modellparameter**

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,35
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,66%
Markttrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

**Wertermittlung (Mio. EUR)**

Barwerte bis 2024	52,3		
Terminal Value	27,0		
Verbindlichkeiten	-6,3		
Liquide Mittel	15,2	Aktienzahl (Mio.)	1,67
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>88,2</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>52,97</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

**Ewiges Wachstum**

WACC	1,75%	2,00%	2,25%	<b>2,50%</b>	2,75%	3,00%	3,25%
11,66%	47,07	47,38	47,70	48,04	48,40	48,78	49,19
11,16%	49,22	49,58	49,96	50,36	50,79	51,25	51,73
10,91%	50,38	50,77	51,19	51,63	52,10	52,59	53,12
<b>10,66%</b>	51,61	52,03	52,49	<b>52,97</b>	53,48	54,03	54,61
10,41%	52,90	53,37	53,87	54,40	54,96	55,56	56,20
10,16%	54,28	54,79	55,34	55,92	56,54	57,20	57,91
9,66%	57,30	57,92	58,58	59,28	60,04	60,85	61,72

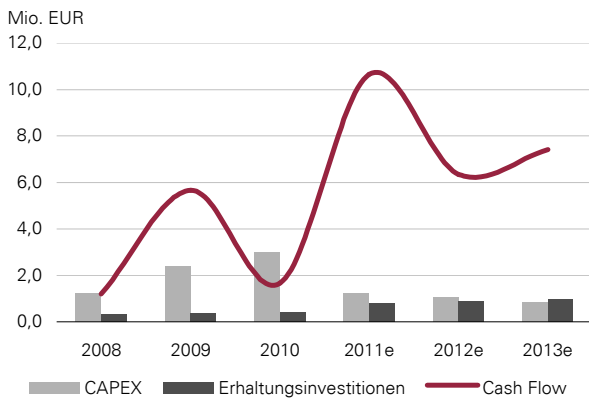
**Delta EBIT-Marge**

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	<b>0,0</b>	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	44,94	45,97	47,01	48,04	49,08	50,11	51,15
11,16%	47,08	48,17	49,27	50,36	51,46	52,56	53,65
10,91%	48,24	49,37	50,50	51,63	52,76	53,89	55,01
<b>10,66%</b>	49,48	50,64	51,81	<b>52,97</b>	54,13	55,30	56,46
10,41%	50,80	52,00	53,20	54,40	55,60	56,80	58,00
10,16%	52,20	53,44	54,68	55,92	57,16	58,40	59,64
9,66%	55,30	56,63	57,95	59,28	60,61	61,93	63,26

Quelle: Warburg Research



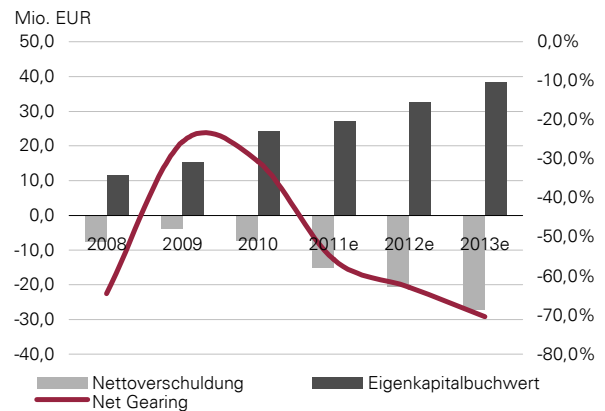
**Investitionen und Cash Flow - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- CAPEX entwickeln sich unterproportional
- Die Erhaltungsinvestitionen steigen nur moderat an
- Insgesamt ist mit einem steigenden Cash-Bestand zu rechnen

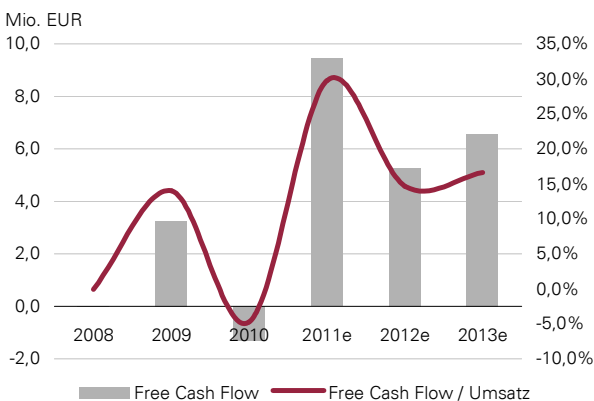
**Bilanzqualität - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Durch den Börsengang hat sich die Bilanz der GK erheblich verlängert
- Es wurden erhebliche liquide Mittel zugeführt
- Die Nettoverschuldung ist somit negativ (= Nettoliquidität)

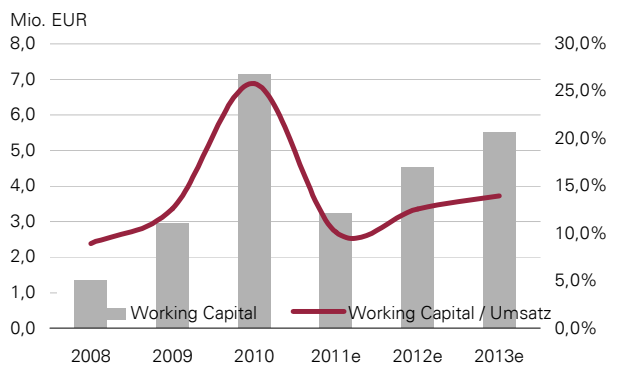
**Free Cash Flow Generation - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- 2007 und 2008 sind durch eine Zunahme des Working Capital geprägt
- Free Cash Flow steigt in den Folgejahren stark an
- Er erreicht in 2010 rund 10 % vom Umsatz

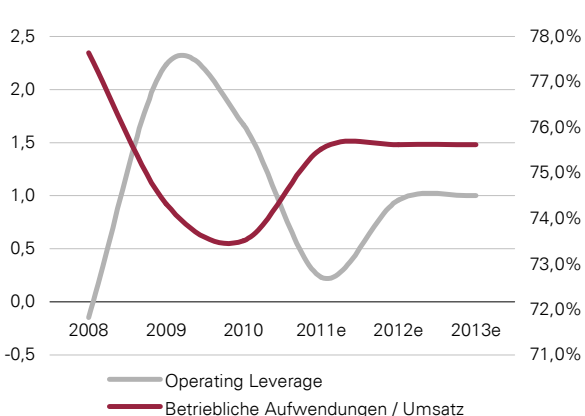
**Working Capital - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- GK hat die Geschäftsaktivitäten deutlich ausgeweitet
- Damit stieg auch das Working Capital an
- Dieser Anstieg sollte sich zukünftig jedoch abschwächen

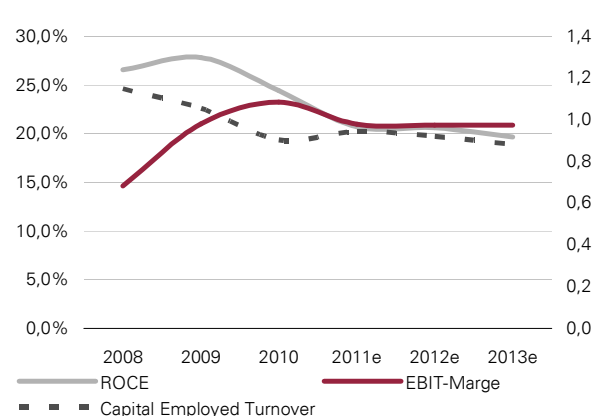
**Operating Leverage - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Der Operating Leverage hat in den letzten Jahren stark geschwankt
- In den kommenden Jahren wird er hoch bleiben
- Grund ist ein hoher Wartungsbestand und das etablierte Produkt

**ROCE Entwicklung - GK Software**



Quellen: GK Software (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Die EBIT-Marge bleibt auf hohem Niveau
- Die durch das IPO verlängerte Bilanz führt zu sinkendem ROCE
- Je nach Mittelverwendung kann sich dies zukünftig anders darstellen

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; 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, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, 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 oder der Warburg Research GmbH 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Gemäß § 34 b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO KGaA oder Warburg Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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 das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

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

**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.

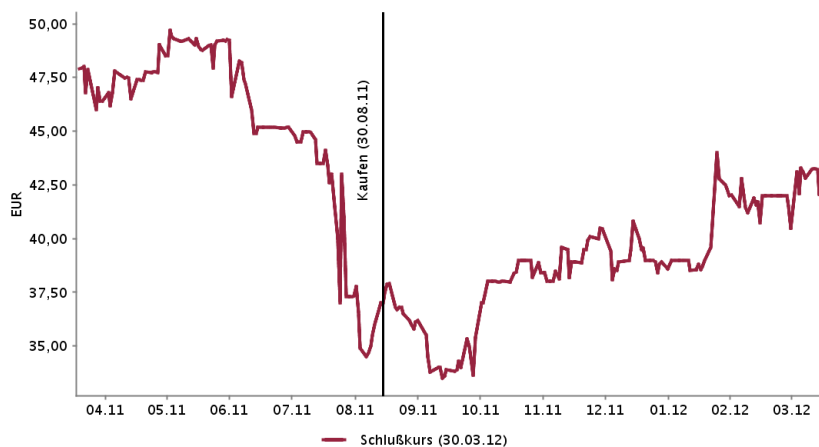
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	118	66%
Halten	51	28%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	3	2%
<b>Gesamt</b>	<b>180</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und 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	91	66%
Halten	41	30%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	3	2%
<b>Gesamt</b>	<b>138</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
GK Software AG am 02.04.12**



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.

## Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | [www.warburg-research.com](http://www.warburg-research.com)

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | [info@warburg-research.com](mailto:info@warburg-research.com)



WARBURG RESEARCH

**Christian Bruns** +49 40 309537-253  
Head of Research [cbruns@warburg-research.com](mailto:cbruns@warburg-research.com)

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
[ccohrs@warburg-research.com](mailto:ccohrs@warburg-research.com)

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
[fellmann@warburg-research.com](mailto:fellmann@warburg-research.com)

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
[jfrey@warburg-research.com](mailto:jfrey@warburg-research.com)

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
[uhuwald@warburg-research.com](mailto:uhuwald@warburg-research.com)

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
[tkleibauer@warburg-research.com](mailto:tkleibauer@warburg-research.com)

**Torsten Klingner** +49 40 309537-260  
[tklingner@warburg-research.com](mailto:tklingner@warburg-research.com)

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
[ekuls@warburg-research.com](mailto:ekuls@warburg-research.com)

**Frank Laser** +49 40 309537-235  
[flaser@warburg-research.com](mailto:flaser@warburg-research.com)

**Malte Räter** +49 40 309537-185  
[mraether@warburg-research.com](mailto:mraether@warburg-research.com)

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
[aplaesier@warburg-research.com](mailto:aplaesier@warburg-research.com)

**Björn Blunck** +49 40 309537-160  
Business Support [bblunck@warburg-research.com](mailto:bblunck@warburg-research.com)

**Daniel Bonn** +49 40 309537-205  
Business Support [dbonn@warburg-research.com](mailto:dbonn@warburg-research.com)

**Annika Boysen** +49 40 309537-202  
Business Support [aboysen@warburg-research.com](mailto:aboysen@warburg-research.com)

**Henner Rüscheimer** +49 40 309537-270  
Head of Research [hrueschmeier@warburg-research.com](mailto:hrueschmeier@warburg-research.com)

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
[jreichert@warburg-research.com](mailto:jreichert@warburg-research.com)

**Christopher Rodler** +49 40 309537-290  
[crodler@warburg-research.com](mailto:crodler@warburg-research.com)

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
[mschaumann@warburg-research.com](mailto:mschaumann@warburg-research.com)

**Susanne Schwartz** +49 40 309537-155  
[sschwartz@warburg-research.com](mailto:sschwartz@warburg-research.com)

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
[oschwarz@warburg-research.com](mailto:oschwarz@warburg-research.com)

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
[mtonn@warburg-research.com](mailto:mtonn@warburg-research.com)

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
[bvoss@warburg-research.com](mailto:bvoss@warburg-research.com)

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
[awolf@warburg-research.com](mailto:awolf@warburg-research.com)

**Stephan Wulf** +49 40 309537-150  
[swulf@warburg-research.com](mailto:swulf@warburg-research.com)

**Markus Pähler** +49 40 309537-221  
Business Support [mpaehler@warburg-research.com](mailto:mpaehler@warburg-research.com)

**Claudia Vedder** +49 40 309537-105  
Business Support [cvedder@warburg-research.com](mailto:cvedder@warburg-research.com)

**Katrin Wauker** +49 40 309537-200  
Business Support [kwauker@warburg-research.com](mailto:kwauker@warburg-research.com)

## M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | [www.mmwarburg.com](http://www.mmwarburg.com)

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | [info@mmwarburg.com](mailto:info@mmwarburg.com)



M. M. WARBURG & CO

1798

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading [omerckel@mmwarburg.com](mailto:omerckel@mmwarburg.com)

**Thekla Struve** +49 40 3282-2668  
Sales Trading [tstruve@mmwarburg.com](mailto:tstruve@mmwarburg.com)

**Gudrun Bolsen** +49 40 3282-2679  
Sales Trading [gbolsen@mmwarburg.com](mailto:gbolsen@mmwarburg.com)

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading [bquast@mmwarburg.com](mailto:bquast@mmwarburg.com)

**Patrick Schepelmann** +49 40 3282-2700  
Sales Trading [pschepelmann@mmwarburg.com](mailto:pschepelmann@mmwarburg.com)

**Jörg Treptow** +49 40 3282-2658  
Sales Trading [jtreptow@mmwarburg.com](mailto:jtreptow@mmwarburg.com)

**Andrea Carstensen** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance [acarstensen@mmwarburg.com](mailto:acarstensen@mmwarburg.com)

**Kerstin Tscherner** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance [ktscherner@mmwarburg.com](mailto:ktscherner@mmwarburg.com)

**Katharina Bruns** +49 40 3282-2694  
Roadshow / Marketing [kbruns@mmwarburg.com](mailto:kbruns@mmwarburg.com)

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
Head of Equity Sales [hnass@mmwarburg.com](mailto:hnass@mmwarburg.com)

**Christian Alisch** +49 40 3282-2667  
Equity Sales [calisch@mmwarburg.com](mailto:calisch@mmwarburg.com)

**Robert Conredel** +49 40 3282-2633  
Equity Sales [rconredel@mmwarburg.com](mailto:rconredel@mmwarburg.com)

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
Equity Sales [mfritsch@mmwarburg.com](mailto:mfritsch@mmwarburg.com)

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
Equity Sales [mkriszun@mmwarburg.com](mailto:mkriszun@mmwarburg.com)

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Equity Sales [mniemann@mmwarburg.com](mailto:mniemann@mmwarburg.com)

**Dirk Rosenfelder** +49 40 3282-2692  
Equity Sales [drosenfelder@mmwarburg.com](mailto:drosenfelder@mmwarburg.com)

**Julian Straube** +49 40 3282-2666  
Equity Sales [jstraube@mmwarburg.com](mailto:jstraube@mmwarburg.com)

**Philipp Stumpfegger** +49 40 3282-2635  
Equity Sales [pstumpfegger@mmwarburg.com](mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com)