

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 46,00 (alt: 46,00)

Kurs EUR 38,50
Bloomberg GKS GR
Reuters GKSG
Branche Software

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: 26.11.2009 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 64,1 Mio
Enterprise Value (EV): EUR 57,0 Mio
Buchwert: EUR 14,4 Mio
Aktienanzahl: 1,7 Mio
Handelsvolumen Ø: EUR 0,1 Mio

Aktionäre:
 GK Software Holding 70,6 %
 Free Float 24,3 %
 Rainer Gläß 2,8 %
 Stephan Kronmüller 2,3 %

Termine:
 Zahlen 2009 27.04.2010
 Zahlen Q1 26.05.2010
 HV 17.06.2010
 Zahlen Q2 26.08.2010

Änderung	2009e		2010e		2011e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	19,5	0	26,5	0	27,0	0
EBIT	3,6	0	7,6	0	7,7	0
EPS	1,66	0	3,35	0	3,41	0

Analyse: SES Research
 Publikationsdatum: 27.11.2009
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 ellmann@ses.de

Schwaches Q3 - unveränderter Ausblick

Am 27.11.09 gab die GK Software AG die Geschäftszahlen für das dritte Quartal 2009 bekannt. Wie erwartet (Preview 19.11.09) berichtete das Unternehmen **einen leichten Verlust**. Trotz eines über den Erwartungen liegenden Umsatzes, fiel das Ergebnis auf Quartalsbasis aufgrund höherer Integrationskosten der im Mai 2009 akquirierten Solquest GmbH etwas schwächer, als erwartet aus.

GK Software - Q3 2009

Angaben in Mio. EUR	Q3/09	Q3/09e	Q3/08	yoy	9M/09	9M/09e	9M/08	yoy
Umsatz	4,6	3,8	3,2	45,8%	13,2	12,4	10,9	21,2%
EBITDA	0,0	0,2	0,7	-	1,5	1,7	2,6	-41,7%
<i>Marge</i>	-0,5%	5,4%	22,2%		11,4%	14,0%	23,7%	
EBIT	-0,4	-0,1	0,6	-	0,7	1,0	2,1	-66,1%
<i>Marge</i>	-8,1%	-2,4%	17,8%		5,4%	8,0%	19,2%	
EPS in EUR	-0,20	-0,05	n.m.	n.m.	0,31	0,46	n.m.	n.m.

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

Das Unternehmen formuliert den Ausblick für das Gesamtjahr optimistisch. **Bei einem Umsatzwachstum von 30% wird mit einer Profitabilität auf Vorjahresniveau gerechnet**. Dies entspricht den Prognosen (SES) und zeigt, dass die Integration der Solquest aufgrund einer hervorragenden Umsatzentwicklung und damit einhergehender positiver Skaleneffekte gut verkräftet werden kann. Mit rund 277 Mitarbeitern wuchs auch die Organisation der GK um rund 39%. Knapp die Hälfte dieses Wachstums ist auf die Übernahme der Solquest zurückzuführen. GK startet nun mit deutlich ausgebauten Kapazitäten in das Jahr 2010.

Diese sind notwendig, denn wichtigstes Ereignis des abgelaufenen Quartals war die Bekanntgabe einer **Kooperation mit SAP und die anschließende Veröffentlichung eines gemeinsam gewonnenen Großauftrages** bei der EDEKA-Gruppe. Hierbei geht es um die Ausstattung von 6.000 Filialen. Zum Vergleich: In ihrer gesamten Unternehmensgeschichte hat GK bislang rund 13.500 Filialen mit Software ausgestattet.

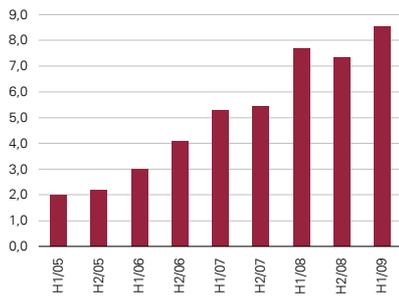
Die kontinuierliche Gewinnung weiterer Kunden (z. B. X5 in Russland), der Abschluss der Solquest-Integration in 2009 und vor allem der genannte EDEKA-Auftrag sind wesentliche Elemente einer **signifikanten Ergebnissteigerung in 2010**.

Insgesamt bleiben die Umsatz- und Ertragsschätzungen unverändert. Die Aktie wird mit einem **Kursziel von EUR 46 weiterhin mit „Kaufen“** eingestuft.

Geschäftsjahresende:	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
31.12.							
Umsatz	4,2	7,1	10,7	15,0	19,5	26,5	27,0
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	n.a.	69,7 %	51,8 %	39,9 %	29,7 %	35,9 %	1,9 %
Rohrertrag	4,8	8,1	10,8	14,1	19,2	26,2	26,7
<i>Rohrertragsmarge</i>	115,1 %	115,1 %	100,7 %	93,6 %	98,5 %	99,0 %	99,0 %
EBITDA	0,7	1,9	2,9	3,5	5,2	9,3	9,5
<i>EBITDA-Marge</i>	16,9 %	27,4 %	26,6 %	23,2 %	26,5 %	35,0 %	35,0 %
EBIT	0,5	1,6	2,3	2,8	3,6	7,6	7,7
<i>EBIT-Marge</i>	12,5 %	22,6 %	21,7 %	18,5 %	18,4 %	28,5 %	28,5 %
Jahresüberschuss	0,3	0,9	1,6	2,0	2,8	5,6	5,7
EPS	1,94	6,18	312,26	1,22	1,66	3,35	3,41
Free Cash Flow je Aktie	7,34	0,73	-138,62	0,10	0,34	2,45	3,69
Dividende	0,00	5,33	36,86	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	13,8 %	95,7 %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	13,6	8,0	5,3	3,8	2,9	2,0	1,7
EV/EBITDA	80,2	29,1	19,8	16,2	11,0	5,7	4,9
EV/EBIT	108,1	35,3	24,2	20,4	15,9	7,0	6,1
KGV	19,8	6,2	0,1	31,6	23,2	11,5	11,3
ROCE	63,5 %	88,8 %	58,3 %	28,7 %	23,3 %	39,0 %	31,1 %
Adj. Free Cash Flow Yield	1,2 %	3,4 %	5,1 %	6,2 %	9,1 %	17,5 %	20,2 %

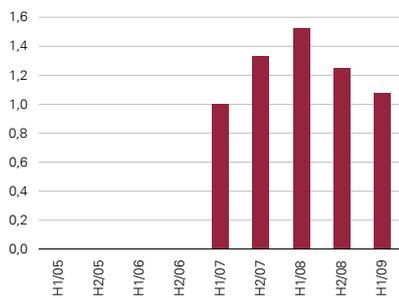
Kennzahlen je Aktie in EUR, andere Angaben in EUR Mio., Kurs: EUR 38,50

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



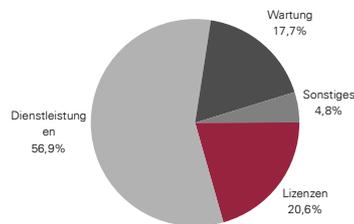
Quelle: GK Software

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



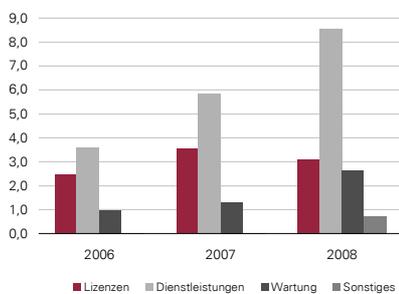
Quelle: GK Software

Umsatz nach Arten
2008



Quelle: GK Software

Umsaufteilung 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 55.000 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.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	4,2	7,1	10,7	15,0	19,5	26,5	27,0
Bestandsveränderungen	0,5	1,0	0,0	-1,3	-0,4	-0,5	-0,5
Aktivierete Eigenleistungen	0,3	0,3	0,6	0,8	1,0	1,3	1,4
Gesamtleistung	5,0	8,4	11,3	14,6	20,1	27,3	27,8
Materialaufwand	0,2	0,2	0,5	0,5	0,9	1,1	1,1
Rohertrag	4,8	8,1	10,8	14,1	19,2	26,2	26,7
Personalaufwendungen	3,1	4,9	6,2	8,0	11,3	14,0	14,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,1	0,2	0,4	0,4	0,6	0,8	0,8
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,1	1,5	2,2	3,0	3,3	3,7	3,8
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,7	1,9	2,9	3,5	5,2	9,3	9,5
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,1	0,2	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7
EBITA	0,6	1,7	2,5	3,2	4,6	8,6	8,8
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,1	0,2	0,4	1,0	1,1	1,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,5	1,6	2,3	2,8	3,6	7,6	7,7
Zinserträge	0,1	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,5	1,6	2,2	2,9	3,9	7,9	8,0
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,5	1,6	2,2	2,9	3,9	7,9	8,0
Steuern gesamt	0,2	0,7	0,7	0,8	1,1	2,3	2,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,3	0,9	1,6	2,0	2,8	5,6	5,7
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	0,3	0,9	1,6	2,0	2,8	5,6	5,7
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	0,3	0,9	1,6	2,0	2,8	5,6	5,7

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

Gewinn- und Verlustrechnung GK Software

in % vom Umsatz

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	100,0 %						
Bestandsveränderungen	12,3 %	13,8 %	0,0 %	-8,4 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	7,6 %	4,5 %	5,2 %	5,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Gesamtleistung	119,9 %	118,3 %	105,2 %	97,0 %	103,0 %	103,0 %	103,0 %
Materialaufwand	4,9 %	3,2 %	4,5 %	3,4 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %
Rohertrag	115,1 %	115,1 %	100,7 %	93,6 %	98,5 %	99,0 %	99,0 %
Personalaufwendungen	74,1 %	69,2 %	57,3 %	53,5 %	58,0 %	53,0 %	53,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,5 %	2,9 %	3,5 %	2,8 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	25,6 %	21,3 %	20,3 %	19,7 %	17,0 %	14,0 %	14,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %						
EBITDA	16,9 %	27,4 %	26,6 %	23,2 %	26,5 %	35,0 %	35,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,0 %	3,1 %	3,1 %	2,1 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %
EBITA	13,9 %	24,3 %	23,5 %	21,2 %	23,4 %	32,5 %	32,5 %
Abschreibungen auf iAV	1,3 %	1,7 %	1,8 %	2,7 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	12,5 %	22,6 %	21,7 %	18,5 %	18,4 %	28,5 %	28,5 %
Zinserträge	1,3 %	1,5 %	0,4 %	1,5 %	1,5 %	1,1 %	1,1 %
Zinsaufwendungen	2,2 %	1,2 %	1,5 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-0,9 %	0,3 %	-1,1 %	0,6 %	1,5 %	1,1 %	1,1 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	11,6 %	22,9 %	20,6 %	19,1 %	19,9 %	29,6 %	29,6 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	11,6 %	22,9 %	20,6 %	19,1 %	19,9 %	29,6 %	29,6 %
Steuern gesamt	4,7 %	9,8 %	6,1 %	5,5 %	5,8 %	8,6 %	8,6 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	7,0 %	13,1 %	14,5 %	13,5 %	14,2 %	21,0 %	21,0 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	7,0 %	13,1 %	14,5 %	13,5 %	14,2 %	21,0 %	21,0 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	7,0 %	13,1 %	14,5 %	13,5 %	14,2 %	21,0 %	21,0 %

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

Bilanz GK Software

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,7	1,1	1,6	1,3	0,1	-0,7
davon übrige imm. VG	0,5	0,7	1,1	1,6	0,8	0,1	-0,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,2	0,3	2,6	2,6	3,6	3,8	3,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	0,7	1,0	3,7	4,2	4,9	3,9	3,2
Vorräte	1,0	2,0	2,0	0,7	2,2	2,9	3,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,4	0,8	2,3	3,0	4,0	5,4	5,5
Sonstige Vermögensgegenstände	1,1	1,4	0,9	2,8	2,8	2,8	2,8
Liquide Mittel	2,3	2,5	2,9	8,9	8,4	12,5	18,6
Umlaufvermögen	4,9	6,7	8,1	15,4	17,4	23,6	29,9
Bilanzsumme (Aktiva)	5,6	7,7	11,8	19,6	22,2	27,4	33,1
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,2	0,2	0,2	1,7	1,7	1,7	1,7
Kapitalrücklage	0,0	0,0	0,0	7,4	7,4	7,4	7,4
Gewinnrücklagen	0,2	0,2	0,2	0,0	2,8	8,4	14,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,2	1,1	1,7	2,7	2,6	2,2	2,2
Buchwert	0,6	1,4	2,0	11,8	14,4	19,6	25,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	0,6	1,4	2,0	11,8	14,4	19,6	25,3
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	0,3	1,3	1,8	1,1	1,1	1,1	1,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	0,0	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,2	0,2	0,5	0,4	0,5	0,5
Sonstige Verbindlichkeiten	4,3	4,8	6,4	5,0	5,0	5,0	5,0
Verbindlichkeiten	5,1	6,3	9,7	7,8	7,7	7,8	7,8
Bilanzsumme (Passiva)	5,6	7,7	11,8	19,6	22,2	27,4	33,1

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

Bilanz GK Software

in % der Bilanzsumme

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	8,9 %	9,3 %	9,6 %	8,3 %	5,8 %	0,3 %	-2,0 %
davon übrige imm. VG	8,9 %	9,3 %	9,6 %	8,3 %	3,5 %	0,3 %	-2,0 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sachanlagen	3,9 %	4,0 %	22,2 %	13,2 %	16,1 %	13,8 %	11,7 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	12,8 %	13,3 %	31,8 %	21,6 %	21,9 %	14,1 %	9,7 %
Vorräte	18,3 %	26,0 %	16,9 %	3,8 %	9,9 %	10,6 %	9,1 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	6,5 %	10,6 %	19,2 %	15,4 %	18,0 %	19,7 %	16,6 %
Sonstige Vermögensgegenstände	20,0 %	18,7 %	7,6 %	14,1 %	12,5 %	10,1 %	8,4 %
Liquide Mittel	41,8 %	31,9 %	24,6 %	45,2 %	37,9 %	45,6 %	56,3 %
Umlaufvermögen	86,6 %	87,2 %	68,3 %	78,5 %	78,3 %	86,0 %	90,3 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %						
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	2,7 %	2,0 %	1,3 %	8,5 %	7,5 %	6,1 %	5,0 %
Kapitalrücklage	0,0 %	0,0 %	0,0 %	37,9 %	33,5 %	27,1 %	22,5 %
Gewinnrücklagen	3,7 %	2,7 %	1,4 %	0,2 %	12,6 %	30,5 %	42,4 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	3,5 %	14,1 %	14,6 %	13,5 %	11,5 %	7,9 %	6,5 %
Buchwert	9,9 %	18,7 %	17,3 %	60,1 %	65,1 %	71,6 %	76,4 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	9,9 %	18,7 %	17,3 %	60,1 %	65,1 %	71,6 %	76,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,0 %	0,8 %	0,5 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Rückstellungen gesamt	4,8 %	17,4 %	15,3 %	5,4 %	4,8 %	3,9 %	3,2 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	0,0 %	11,7 %	6,4 %	5,7 %	4,6 %	3,8 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	9,6 %	2,6 %	1,7 %	2,7 %	1,8 %	1,8 %	1,5 %
Sonstige Verbindlichkeiten	76,1 %	61,9 %	54,0 %	25,5 %	22,5 %	18,3 %	15,1 %
Verbindlichkeiten	90,5 %	81,8 %	82,6 %	40,0 %	34,8 %	28,5 %	23,6 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %						

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

Kapitalflussrechnung GK Software

in EUR Mio.

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,3	0,9	1,6	2,0	2,8	5,6	5,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,1	0,2	0,3	0,3	0,6	0,7	0,7
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,1	0,2	0,4	1,0	1,1	1,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,5	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,1	0,6	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	0,5	2,3	2,1	2,4	4,3	7,3	7,4
Veränderung Vorräte	-0,5	-1,0	0,0	1,3	-1,5	-0,7	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,5	-0,8	-1,6	-1,2	-1,0	-1,4	-0,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	2,2	0,2	1,3	-1,1	-0,1	0,1	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	1,2	-1,5	-0,2	-1,0	-2,6	-2,0	-0,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,7	0,8	1,9	1,4	1,8	5,3	7,2
CAPEX	-0,6	-0,7	-2,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,6	-0,7	-2,0	-1,2	-2,2	-1,2	-1,1
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	0,0	1,4	-0,1	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-0,8	-0,2	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	7,9	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	-1,8	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,0	0,6	5,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	1,1	0,1	0,4	5,9	-0,4	4,1	6,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0						
Endbestand liquide Mittel	2,3	2,5	2,9	8,8	8,4	12,5	18,6

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

Kennzahlen GK Software

	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	103,0 %	90,8 %	78,6 %	73,8 %	76,5 %	68,0 %	68,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	46.356	58.025	66.326	79.100	84.416	109.256	109.135
EBITDA je Mitarbeiter	7.833	15.918	17.648	18.384	22.370	38.240	38.197
EBIT-Marge	12,5 %	22,6 %	21,7 %	18,5 %	18,4 %	28,5 %	28,5 %
EBITDA / Operating Assets	-31,8 %	-290,3 %	89,7 %	98,2 %	72,7 %	99,7 %	98,5 %
ROA	40,5 %	90,4 %	41,7 %	48,1 %	56,8 %	144,7 %	177,8 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	19,0	23,1	4,1	5,8	5,4	7,0	7,0
Operating Assets Turnover	-1,9	-10,6	3,4	4,2	2,7	2,8	2,8
Capital Employed Turnover	5,1	2,5	2,1	1,1	1,2	1,2	1,0
Kapitalverzinsung							
ROCE	63,5 %	88,8 %	58,3 %	28,7 %	23,3 %	39,0 %	31,1 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	85,6 %	107,8 %	71,5 %	36,2 %	33,5 %	48,0 %	38,2 %
ROE	52,6 %	64,4 %	76,5 %	17,3 %	19,1 %	28,4 %	22,4 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	105,2 %	93,0 %	89,7 %	29,4 %	21,1 %	32,7 %	25,3 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	105,2 %	93,0 %	89,7 %	29,4 %	21,1 %	32,7 %	25,3 %
ROIC	30,3 %	31,4 %	28,2 %	14,0 %	16,0 %	25,0 %	20,2 %
Solvenz							
Nettoverschuldung	-2,3	-2,5	-1,5	-7,6	-7,2	-11,2	-17,4
Net Gearing	-423,5 %	-170,5 %	-74,9 %	-64,5 %	-49,6 %	-57,3 %	-68,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	n.a.	72000,0 %	148,3 %	938,8 %	1150,8 %	1563,2 %	2015,5 %
Current ratio	1,0	1,4	1,2	2,7	3,2	4,2	5,3
Acid Test Ratio	0,8	0,7	0,7	2,2	2,3	3,1	4,0
EBITDA / Zinsaufwand	7,6	23,4	17,9	24,8	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	13,8	n.a.	20,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	1,1	0,1	-0,7	0,2	0,6	4,1	6,1
Free Cash Flow / Umsatz	26,4 %	1,6 %	-6,5 %	1,1 %	2,9 %	15,4 %	22,7 %
Adj. Free Cash Flow	0,7	1,9	2,9	3,5	5,2	9,3	9,5
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	10,6 %	14,3 %	16,7 %	18,0 %	17,6 %	23,9 %	23,9 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	378,4 %	11,9 %	-44,4 %	8,2 %	20,3 %	73,2 %	108,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,3 %	4,3 %	1,7 %	3,9 %	3,5 %	2,9 %	1,9 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	n.a.	4150,0 %	23,2 %	10,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	86,2 %	11,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	13,3 %	9,2 %	24,3 %	8,1 %	6,2 %	4,6 %	4,1 %
Maint. Capex / Umsatz	3,0 %	3,1 %	3,1 %	2,0 %	3,1 %	2,5 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	304,9 %	190,9 %	496,2 %	169,0 %	76,9 %	70,5 %	62,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-32,3 %	-7,7 %	5,7 %	7,6 %	13,5 %	18,5 %	22,2 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	67,7 %	412,1 %	1142,9 %	574,7 %	1000,0 %	1080,0 %	1100,0 %
Inventory processing period (Tage)	89,7	103	67,9	365	40,6	40,6	40,6
Receivables collection period (Tage)	31,8	42,1	76,9	77,0	75,0	75,0	75,0
Payables payment period (Tage)	46,9	10,2	6,7	7,0	7,0	7,0	7,0
Cash conversion cycle (Tage)	-213	-50,3	19,2	380	66,0	77,3	77,9
Bewertung							
P/B	115,9	44,5	31,4	5,4	4,4	3,3	2,5
EV/sales	13,6	8,0	5,3	3,8	2,9	2,0	1,7
EV/EBITDA	80,2	29,1	19,8	16,2	11,0	5,7	4,9
EV/EBIT	108,1	35,3	24,2	20,4	15,9	7,0	6,1
EV/FCF	51,4	514,1	-81,6	340,7	101,8	13,0	7,6
P/E	19,8	6,2	0,1	31,6	23,2	11,5	11,3
P/CF	135,0	28,0	30,2	26,6	14,8	8,8	8,6

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

Free Cash Flow Yield - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Jahresüberschuss	0,9	1,6	2,0	2,8	5,6	5,7
+ Abschreibung + Amortisation	0,3	0,5	0,7	1,6	1,7	1,8
- Zinsergebnis (netto)	0,0	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
+ Steuern	0,7	0,7	0,8	1,1	2,3	2,3
- 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
= Adjustierter Free Cash Flow	1,9	2,9	3,5	5,2	9,3	9,5
Adjustierter Free Cash Flow Yield	3,4%	5,1%	6,2%	9,1%	17,5%	20,2%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	56,6	56,6	56,6	57,0	52,9	46,8
= Fairer Enterprise Value	19,4	28,6	34,9	51,7	92,7	94,5
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,6	-7,6	-7,6	-7,2	-11,2	-17,4
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	27,0	36,1	42,5	58,8	103,9	111,8
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	16,20	21,71	25,51	35,31	62,43	67,17
Premium (-) / Discount (+) in %	-57,9%	-43,6%	-33,7%	-8,3%	62,2%	74,5%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	13,51	17,74	20,67	28,15	49,57	54,07
	12,0%	14,26	18,85	22,02	30,13	53,14	57,71
Fairer	11,0%	15,14	20,15	23,61	32,49	57,37	62,01
Free Cash Flow	10,0%	16,20	21,71	25,51	35,31	62,43	67,17
Yield	9,0%	17,50	23,61	27,85	38,76	68,62	73,47
	8,0%	19,12	26,00	30,76	43,07	76,36	81,36
	7,0%	21,20	29,07	34,51	48,61	86,30	91,49

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

DCF Modell - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e
Umsatz	19,5	26,5	27,0	27,4	28,8	30,2	31,7	33,3	35,0	36,7	38,6	40,5	42,5	43,6
Veränderung	29,7%	35,9%	1,9%	1,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
EBIT	3,6	7,6	7,7	7,9	8,3	8,8	9,2	9,7	10,1	10,7	11,2	11,7	12,3	12,6
EBIT-Marge	18,4%	28,5%	28,5%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
Steuerquote	29,0%	29,0%	29,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
NOPAT	2,5	5,4	5,5	5,6	5,8	6,1	6,4	6,8	7,1	7,5	7,8	8,2	8,6	8,8
Abschreibungen	1,6	1,7	1,8	1,9	1,7	1,5	1,3	1,0	1,0	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
in % vom Umsatz	8,1%	6,5%	6,5%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-2,6	-2,0	-0,2	0,6	0,3	0,3	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1
- Investitionen	-1,2	-1,2	-1,1	-1,9	-1,7	-1,5	-1,3	-1,0	-0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Investitionsquote	6,2%	4,6%	4,1%	7,0%	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	0,0	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)	0,3	3,9	5,9	6,2	6,1	6,5	6,8	6,5	7,2	7,2	7,6	8,0	8,4	8,7

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,40
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,90%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,25%	Ewiges Wachstum	2,50%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2022	43,7		
Terminal Value	26,9		
Verbindlichkeiten	-1,3		
Liquide Mittel	7,2	Aktienzahl (Mio.)	1,67
Eigenkapitalwert	76,5	Wert je Aktie (EUR)	45,92

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

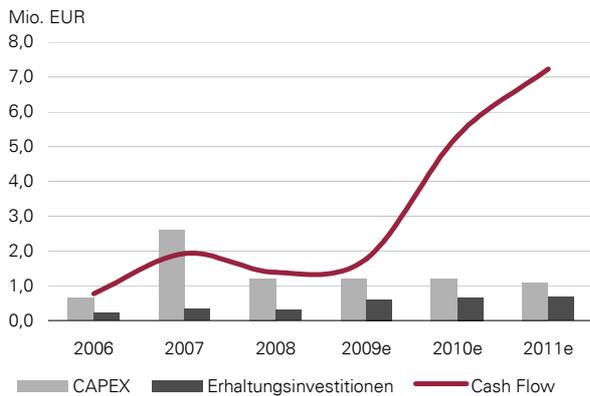
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,90%	40,25	40,55	40,87	41,20	41,55	41,92	42,31
11,40%	42,31	42,66	43,03	43,42	43,84	44,28	44,75
11,15%	43,42	43,80	44,21	44,63	45,09	45,57	46,08
10,90%	44,60	45,01	45,45	45,92	46,41	46,94	47,50
10,65%	45,84	46,29	46,77	47,28	47,82	48,40	49,02
10,40%	47,15	47,65	48,17	48,73	49,33	49,96	50,64
9,90%	50,03	50,63	51,26	51,93	52,65	53,43	54,26

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,90%	39,11	39,81	40,50	41,20	41,89	42,59	43,29
11,40%	41,22	41,95	42,69	43,42	44,16	44,89	45,63
11,15%	42,37	43,12	43,88	44,63	45,39	46,15	46,90
10,90%	43,58	44,36	45,14	45,92	46,70	47,48	48,25
10,65%	44,88	45,68	46,48	47,28	48,08	48,89	49,69
10,40%	46,25	47,08	47,91	48,73	49,56	50,39	51,22
9,90%	49,28	50,16	51,05	51,93	52,81	53,70	54,58

Quelle: SES Research

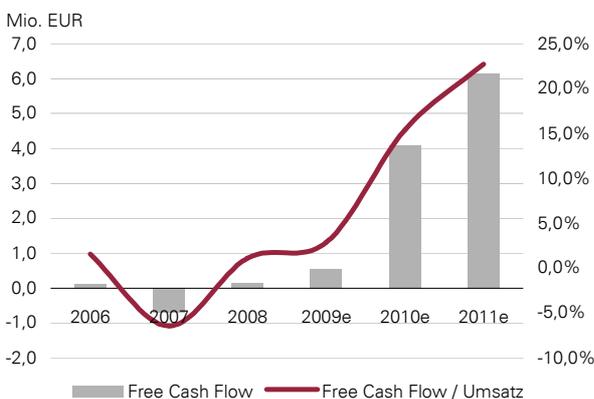
Investitionen und Cash Flow - GK Software



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

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

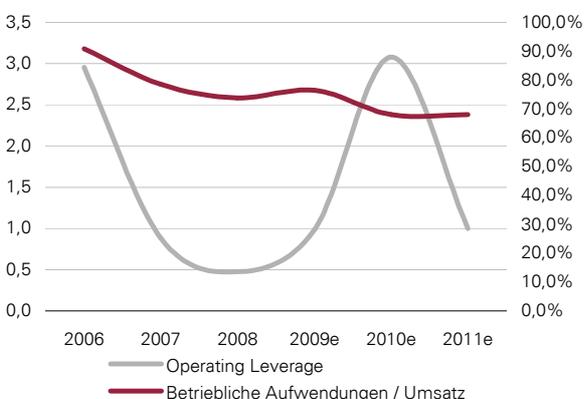
Free Cash Flow Generation - GK Software



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES 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

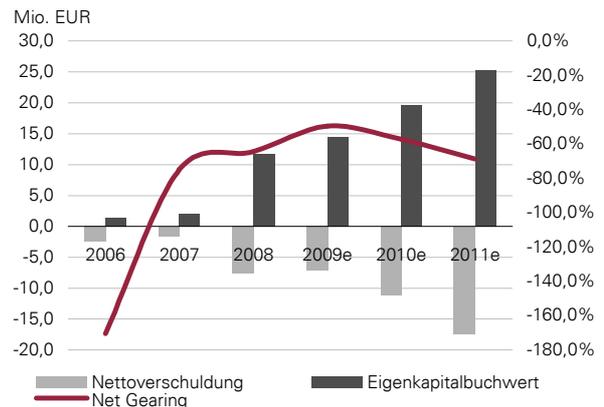
Operating Leverage - GK Software



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES 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

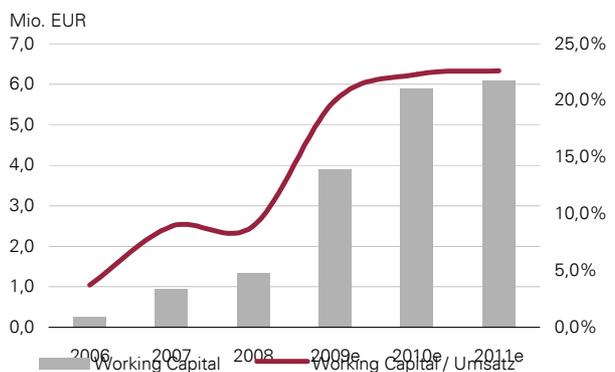
Bilanzqualität - GK Software



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES 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)

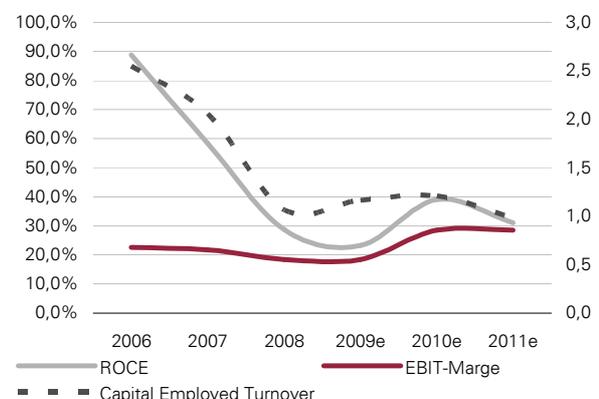
Working Capital - GK Software



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

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

ROCE Entwicklung - GK Software



Quellen: GK Software (berichtete Daten), SES 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 SES 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 SES 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 SES Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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 SES 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 SES Research GmbH hat mit diesem Unternehmen eine Vereinbarung zu der Erstellung einer Finanzanalyse getroffen.

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 SES 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 SES 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 SES 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 SES 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.

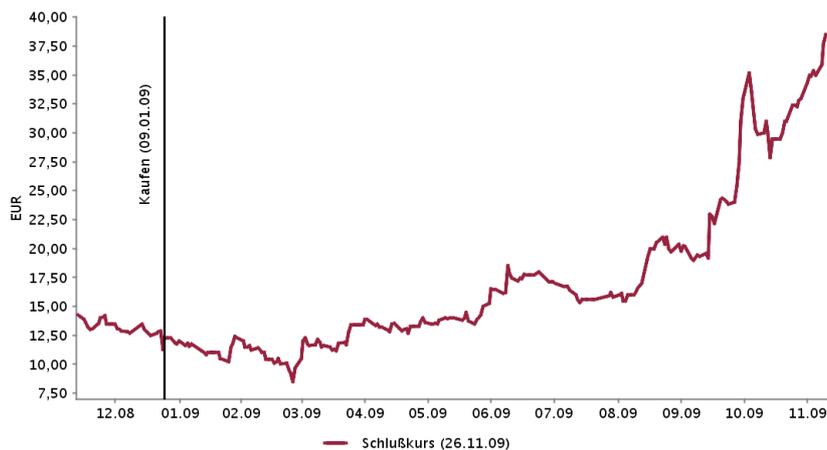
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	110	54%
Halten	61	30%
Verkaufen	17	8%
Empf. ausgesetzt	16	8%
Gesamt	204	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES 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	63	60%
Halten	30	29%
Verkaufen	4	4%
Empf. ausgesetzt	8	8%
Gesamt	105	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
GK Software AG am 27.11.09**



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

SES Research GmbH

SES Research GmbH | Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 309537 - 0 | Fax: +49 40 309537 - 110 | info@ses.de | www.ses.de

SES | RESEARCH
Ein Unternehmen der Warburg Gruppe

Analyse

Felix Ellmann	+49 (0)40-309537 - 120 ellmann@ses.de	Tim Kruse	+49 (0)40-309537 - 180 kruse@ses.de
Henner Rüschemier	+49 (0)40-309537 - 270 rueschmeier@ses.de	Frank Laser	+49 (0)40-309537 - 235 laser@ses.de
Robert Suckel	+49 (0)40-309537 - 190 suckel@ses.de	Jochen Reichert	+49 (0)40-309537 - 130 reichert@ses.de
Dr. Karsten von Blumenthal	+49 (0)40-309537 - 150 blumenthal@ses.de	Malte Schaumann	+49 (0)40-309537 - 170 schaumann@ses.de
Björn Blunck	+49 (0)40-309537 - 160 blunck@ses.de	Franziska Schmidt-Petersen	+49 (0)40-309537 - 100 schmidt-petersen@ses.de
Daniel Bonn	+49 (0)40-309537 - 250 bonn@ses.de	Claudia Vedder	+49 (0)40-309537 - 105 vedder@ses.de
Annika Boysen	+49 (0)40-309537 - 220 boysen@ses.de	Katrin Wauker	+49 (0)40-309537 - 200 wauker@ses.de
Finn Henning Breiter	+49 (0)40-309537 - 230 breiter@ses.de	Andreas Wolf	+49 (0)40-309537 - 140 wolf@ses.de
Torsten Klingner	+49 (0)40-309537 - 260 klingner@ses.de		

M.M. Warburg & CO KGaA

M.M. Warburg & CO KGaA | Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg

Tel.: +49 40 3282 - 0 | Fax: +49 40 3618 - 1000 | info@mmwarburg.com | www.mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO
1798

Institutional Sales

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 (0)40-3282 - 2686 beffler@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Head of Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2668 tstruve@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2696 mfritsch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2679 gbolsen@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2630 bkassen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Felix Schulte Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2666 fschulte@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 (0)40-3282 - 2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2632 acarstensen@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Wibke Möller Sales Assistance	+49 (0)40-3282 - 2703 wmoeller@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 (0)40-3282 - 2663 awessel@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 (0)40-3282 - 2694 kbruns@mmwarburg.com		