

<b>Buy</b>  <b>EUR 53,00</b>  Kurs <b>EUR 35,60</b> <b>Upside 48,9 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 53,20 FCF-Value Potential: 54,95	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: GKS GR Reuters: GKSG ISIN: DE0007571424	<b>Beschreibung:</b> Führendes Softwareunternehmen für den stationären Einzelhandel
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 63,7 Aktienanzahl (Mio.): 1,8 EV: 49,2 Freefloat MC (St.): 22,2 Ø Trad. Vol. (St./30T): 3,51 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 34,8 % GK Software Holding 59,8 % Rainer Gläß 3,2 % Stephan Kronmüller 2,3 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2012e Beta: 1,4 KBV: 2,0 Net Gearing: -44 % Verschuldungsgrad: 47 % Nettoversch. / EBITDA: -1,5 x

## Überzeugende Zahlen

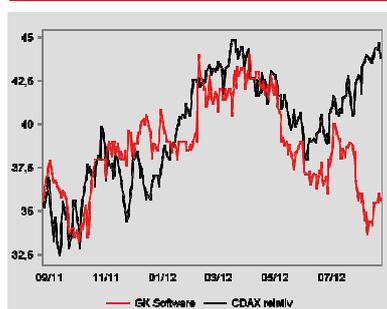
Kennzahlen Q2/2012:					Kommentar zu den Kennzahlen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q2 2012	Q2 2012e	Q2 2011	yoy	6M 2012	6M 2012e	6M 2011	yoy	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Halbjahreszahlen zeigen solides Wachstum</li> <li>▪ Und liegen leicht über den Erwartungen (WR)</li> </ul>
<b>Umsatz</b>	<b>8,8</b>	8,1	7,7	14 %	<b>16,2</b>	15,5	14,4	12 %	
<b>EBIT</b>	<b>1,6</b>	1,5	1,3	23 %	<b>3,0</b>	2,9	2,5	21 %	
<b>Marge</b>	<b>18,3 %</b>	18,5 %	17,0 %		<b>18,4 %</b>	18,5 %	17,2 %		

Am 17.08.12 legte die GK Software AG die vorläufigen Geschäftszahlen für das erste Halbjahr respektive das zweite Quartal 2012 vor. Diese **übertrafen die Erwartungen leicht**. Insgesamt wird auf dieser Basis weiterhin mit einem Wachstum von Umsatz und Ergebnis gerechnet. Auch das Unternehmen bestätigte die Guidance eines „spürbaren Wachstums bei Beibehaltung der erreichten Profitabilität“. Vor diesem Hintergrund bleiben die Prognosen unverändert.

Das laufende Q3 (Bericht im November 2012) fällt bei GK typischerweise schwächer aus, während das **Q4 sehr stark** wird. Diese grundsätzliche Zyklizität wird auch in 2012 erwartet, wobei ein starkes Q4 auch ein merkliches Übertreffen der Jahresprognose (WR) 2012 bedeuten kann. Im Q4 fallen regelmäßig hohe und margenstarke Lizenzerlöse an.

Generell profitiert das Unternehmen von seinen mehrfach ausgezeichneten Lösungen, die seit einigen Quartalen auch zusammen mit SAP vermarktet werden. Neben einem Großprojekt mit EDEKA und einigen kleineren Projekten konnte die Kooperation bereits beachtliche Erfolge vorweisen. **Auch für die kommenden Quartale wird damit gerechnet, dass der „Vertriebskanal SAP“ weitere Abschlüsse nach sich zieht**. Bisher adressiert GK nur einen Bruchteil des durch SAP potenziell erreichbaren Marktes für IT-Lösungen im Einzelhandel. In der Kooperation mit SAP und der weiteren Internationalisierung des Unternehmens liegt noch erhebliches Wachstumspotenzial für die nächsten Jahre.

**Auf Basis unveränderter Prognosen lautet die Empfehlung weiter Kaufen. Das Kursziel liegt bei EUR 53.**

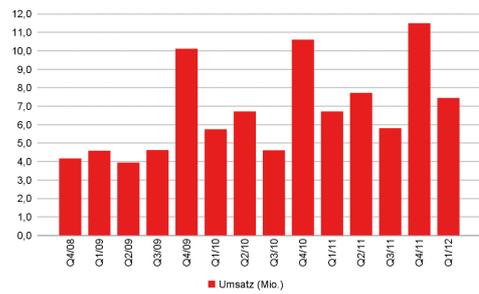


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-15,8 %
6 Monate:	-15,1 %
Jahresverlauf:	-30,6 %
Letzte 12 Monate:	-19,9 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
29.08.12	Q2
28.11.12	Q3

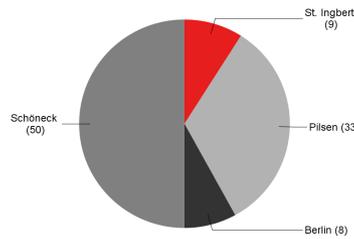
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</b>	10,5 %	15,0	23,3	27,7	31,8	35,9	39,5	42,8
Veränd. Umsatz yoy		39,9 %	54,9 %	19,0 %	14,7 %	13,0 %	10,0 %	8,5 %
<b>Rohertagsmarge</b>		93,6 %	98,4 %	96,8 %	102,8 %	97,4 %	97,4 %	97,4 %
<b>EBITDA</b>	10,9 %	2,9	6,2	8,0	8,6	9,8	10,8	11,7
Marge		19,4 %	26,5 %	28,8 %	27,1 %	27,4 %	27,4 %	27,4 %
<b>EBIT</b>	10,3 %	2,2	4,9	6,4	6,7	7,5	8,2	8,9
Marge		14,6 %	21,0 %	23,2 %	21,0 %	20,9 %	20,9 %	20,9 %
<b>Jahresüberschuss</b>	11,6 %	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,8	6,3
<b>EPS</b>	11,6 %	1,10	2,11	2,68	2,55	2,97	3,27	3,54
<b>EPS adj.</b>	11,6 %	1,10	2,11	2,68	2,55	2,97	3,27	3,54
<b>DPS</b>	-	0,00	1,00	1,00	0,50	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite		0,0 %	5,3 %	2,0 %	1,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>FCFPS</b>		-0,01	1,96	-0,79	1,29	3,90	3,70	4,06
<b>EV / Umsatz</b>		1,1 x	1,2 x	2,7 x	2,2 x	1,4 x	1,1 x	0,8 x
<b>EV / EBITDA</b>		5,7 x	4,5 x	9,4 x	8,1 x	5,0 x	3,9 x	3,1 x
<b>EV / EBIT</b>		7,6 x	5,7 x	11,7 x	10,5 x	6,6 x	5,2 x	4,0 x
<b>KGV</b>		15,0 x	9,0 x	18,4 x	17,1 x	12,0 x	10,9 x	10,1 x
<b>KGV ber.</b>		15,0 x	9,0 x	18,4 x	17,1 x	12,0 x	10,9 x	10,1 x
<b>FCF Yield Potential</b>		13,5 %	16,8 %	8,2 %	9,5 %	15,6 %	19,8 %	25,5 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-7,6	-3,9	-7,1	-8,4	-14,5	-21,1	-28,4
<b>ROE</b>		23,5 %	26,0 %	22,6 %	17,4 %	17,5 %	16,4 %	15,2 %
<b>ROCE</b>		18,9 %	19,4 %	17,3 %	14,4 %	14,8 %	14,3 %	13,5 %
<b>Guidance:</b>	n.a.							

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



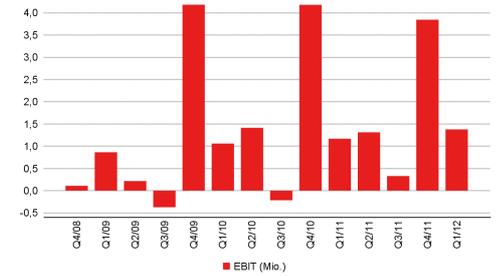
Quelle: Warburg Research

**Mitarbeiter nach Standorten**  
2012e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

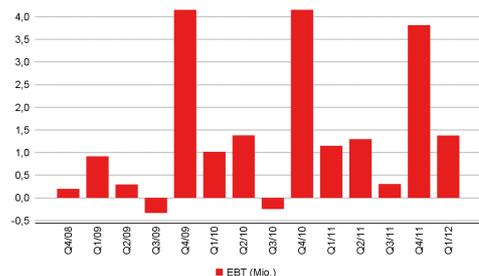
**Unternehmenshintergrund**

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

**Wettbewerbsqualität**

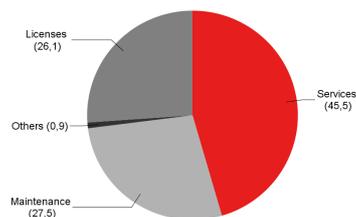
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern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

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



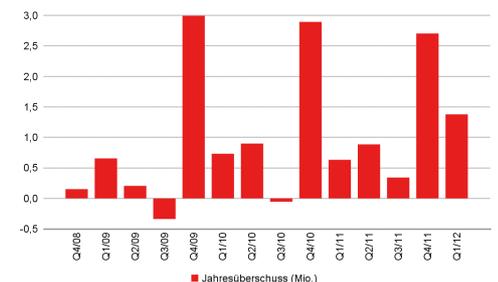
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2011; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	
Umsatz	35,9	39,5	42,8	46,2	48,6	51,0	53,5	56,2	59,0	62,0	65,1	68,3	71,7	
Umsatzwachstum	13,0 %	10,0 %	8,5 %	8,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %
EBIT	7,5	8,2	8,9	9,2	9,7	10,2	10,7	11,2	11,8	12,4	13,0	13,7	14,3	
EBIT-Marge	20,9 %	20,9 %	20,9 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	20,0 %	
Steuerquote (EBT)	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	
NOPAT	5,3	5,8	6,3	6,6	6,9	7,2	7,6	8,0	8,4	8,8	9,2	9,7	10,2	
Abschreibungen	2,3	2,6	2,8	2,8	2,9	2,5	2,1	1,7	1,8	0,6	0,7	0,7	0,7	
Abschreibungsquote	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 %	
Veränd. Rückstellungen	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	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,4	1,1	1,1	0,4	-0,3	-0,4	-0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	
- Investitionen	1,1	0,7	0,8	2,8	2,9	2,5	2,1	1,7	1,2	0,6	0,7	0,7	0,7	
Investitionsquote	3,0 %	1,8 %	1,8 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	7,0	6,6	7,3	6,1	7,2	7,6	8,1	7,4	8,4	8,2	8,6	9,0	9,4	10
Barwert FCF	6,7	5,8	5,7	4,3	4,6	4,4	4,2	3,5	3,5	3,1	2,9	2,8	2,6	33
Anteil der Barwerte	21,00 %			41,49 %										37,51 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,10
Fremdkapitalzins	4,2 %	Liquidität	1,50
Marktrendite	9,00 %	Zyklizität	1,50
Risikofreie Rendite	4,00 %	Transparenz	1,50
		Sonst	1,30
<b>WACC</b>	<b>10,90 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,38</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2024e	54		
Terminal Value	33		
Zinstr. Verbindlichkeiten	5		
Pensionsrückstellungen	0		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	14	Aktienzahl (Mio.)	1,8
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>95</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>53,20</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta (WACC)	Ewiges Wachstum							Delta EBIT-Marge							
	1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %	-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	0,0	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp	
<b>1,58</b> (11,9 %)	47,10	47,44	47,80	48,17	48,57	48,99	49,44	<b>1,58</b> (11,9 %)	44,96	46,03	47,10	48,17	49,24	50,31	51,39
<b>1,48</b> (11,4 %)	49,28	49,68	50,10	50,54	51,01	51,51	52,04	<b>1,48</b> (11,4 %)	47,15	48,28	49,41	50,54	51,68	52,81	53,94
<b>1,43</b> (11,2 %)	50,46	50,89	51,35	51,83	52,34	52,89	53,46	<b>1,43</b> (11,2 %)	48,33	49,50	50,67	51,83	53,00	54,16	55,33
<b>1,38</b> (10,9 %)	51,71	52,18	52,67	<b>53,20</b>	53,76	54,35	54,98	<b>1,38</b> (10,9 %)	49,59	50,79	52,00	<b>53,20</b>	54,40	55,60	56,81
<b>1,33</b> (10,7 %)	53,02	53,53	54,08	54,65	55,26	55,91	56,60	<b>1,33</b> (10,7 %)	50,93	52,17	53,41	54,65	55,89	57,13	58,37
<b>1,28</b> (10,4 %)	54,42	54,98	55,57	56,19	56,86	57,57	58,34	<b>1,28</b> (10,4 %)	52,35	53,63	54,91	56,19	57,47	58,76	60,04
<b>1,18</b> (9,9 %)	57,47	58,14	58,84	59,60	60,40	61,27	62,20	<b>1,18</b> (9,9 %)	55,48	56,85	58,23	59,60	60,97	62,34	63,71

- Mit gut 20% hat GK bereits jetzt eine für Software-Unternehmen hohe EBIT-Marge erreicht
- Ein weiterer Anstieg wird nicht unterstellt.
- Da sich höhere Margen im Unternehmenssoftwarebereich in der Regel nicht durchsetzen lassen.

## Free Cash Flow Value Potential

Das Warburg Research „FCF Value Potential“ bildet die Fähigkeit der Unternehmen zur Generierung von nachhaltigen Zahlungsüberschüssen ab. Dazu wird mit dem „FCF Potential“ ein FCF "ex growth" ausgewiesen, der ein unverändertes Working Capital sowie reine Erhaltungsinvestitionen unterstellt. Die Diskontierung des „FCF Potential“ des jeweiligen Jahres mit den gewichteten Kapitalkosten ergibt eine Wertindikation. Auf Basis verschiedener Betrachtungsjahre ergeben sich somit unterschiedliche Wertindikationen, was dem von uns als Bewertungsmodell präferierten DCF-Modell ein Timing-Element hinzufügt.

Angaben in EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e	
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,8	6,3	
+ Abschreibung + Amortisation	0,7	1,3	1,5	1,9	2,3	2,6	2,8	
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Free Cash Flow Potential</b>	<b>2,3</b>	<b>4,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>	
Free Cash Flow Yield Potential	13,5 %	16,8 %	8,2 %	9,5 %	15,6 %	19,8 %	25,5 %	
WACC	10,90 %	10,90 %	10,90 %	10,90 %	10,90 %	10,90 %	10,90 %	
<b>= Enterprise Value (EV)</b>	<b>16,7</b>	<b>27,7</b>	<b>75,3</b>	<b>69,7</b>	<b>49,2</b>	<b>42,6</b>	<b>35,8</b>	
<b>= Fair Enterprise Value</b>	<b>20,7</b>	<b>42,7</b>	<b>56,4</b>	<b>60,5</b>	<b>70,2</b>	<b>77,2</b>	<b>83,8</b>	
- Nettoverschuldung (Liquidität)	-8,6	-8,6	-8,6	-8,6	-14,7	-21,3	-28,6	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Marktwert Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ Marktwert wichtiger Beteiligungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>= Faire Marktkapitalisierung</b>	<b>29,1</b>	<b>51,1</b>	<b>64,8</b>	<b>68,9</b>	<b>84,7</b>	<b>98,4</b>	<b>112,2</b>	
Anzahl Aktien (gesamt) (Mio.)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	
<b>= Fairer Wert je Aktie (EUR) (EUR)</b>	<b>16,26</b>	<b>28,56</b>	<b>36,21</b>	<b>38,52</b>	<b>47,33</b>	<b>54,95</b>	<b>62,68</b>	
Premium (-) / Discount (+) in %					33,0 %	54,3 %	74,7 %	
<b>Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)</b>								
	13,90 %	13,76	23,41	29,41	31,22	38,87	45,64	52,58
	12,90 %	14,47	24,86	31,32	33,28	41,25	48,26	55,42
	11,90 %	15,29	26,56	33,56	35,68	44,03	51,32	58,75
WACC	<b>10,90 %</b>	<b>16,26</b>	<b>28,56</b>	<b>36,21</b>	<b>38,52</b>	<b>47,33</b>	<b>54,95</b>	<b>62,68</b>
	9,90 %	17,42	30,97	39,39	41,93	51,29	59,31	67,41
	8,90 %	18,85	33,93	43,28	46,12	56,14	64,64	73,20
	7,90 %	20,65	37,62	48,17	51,36	62,22	71,33	80,46

- Der FCF-Wert liefert ähnliche Ergebnisse wie der DCF-Wert.
- Aufgrund der besseren Verfahrensqualität wird der DCF Wert als wesentliche Indikation herangezogen.

**Wertermittlung**

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KBV	2,1 x	2,1 x	3,4 x	2,8 x	2,0 x	1,7 x	1,4 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,89	3,58	9,12	10,44	13,53	17,57	21,89
EV / Umsatz	1,1 x	1,2 x	2,7 x	2,2 x	1,4 x	1,1 x	0,8 x
EV / EBITDA	5,7 x	4,5 x	9,4 x	8,1 x	5,0 x	3,9 x	3,1 x
EV / EBIT	7,6 x	5,7 x	11,7 x	10,5 x	6,6 x	5,2 x	4,0 x
EV / EBIT adj.*	7,6 x	5,7 x	11,7 x	10,5 x	6,6 x	5,2 x	4,0 x
Kurs / FCF	-2204,8 x	9,7 x	-62,8 x	34,0 x	9,1 x	9,6 x	8,8 x
KGV	15,0 x	9,0 x	18,4 x	17,1 x	12,0 x	10,9 x	10,1 x
KGV ber.*	15,0 x	9,0 x	18,4 x	17,1 x	12,0 x	10,9 x	10,1 x
Dividendenrendite	0,0 %	5,3 %	2,0 %	1,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Free Cash Flow Yield Potential	13,5 %	16,8 %	8,2 %	9,5 %	15,6 %	19,8 %	25,5 %
*Adjustiert um:	-						

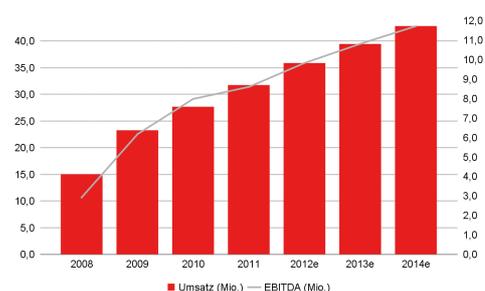
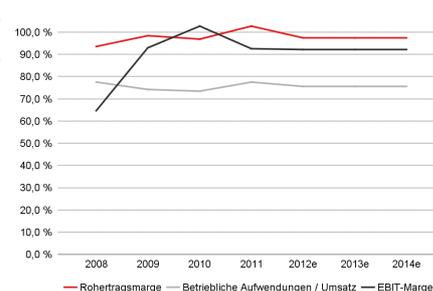
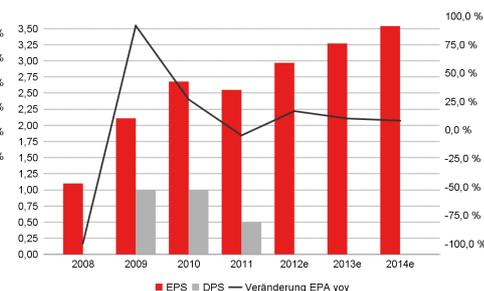
**GuV**

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatz</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>	<b>42,8</b>
Veränd. Umsatz yoy	39,9 %	54,9 %	19,0 %	14,7 %	13,0 %	10,0 %	8,5 %
Bestandsveränderungen	-1,3	-0,9	0,0	0,0	-0,7	-0,8	-0,9
Aktiviere Eigenleistungen	0,8	1,1	0,6	1,5	1,8	2,0	2,1
<b>Gesamterlöse</b>	<b>14,6</b>	<b>23,5</b>	<b>28,3</b>	<b>33,2</b>	<b>37,0</b>	<b>40,6</b>	<b>44,1</b>
Materialaufwand	0,5	0,6	1,5	0,6	2,0	2,2	2,4
<b>Rohertrag</b>	<b>14,1</b>	<b>22,9</b>	<b>26,8</b>	<b>32,6</b>	<b>35,0</b>	<b>38,5</b>	<b>41,7</b>
<i>Rohertragsmarge</i>	<i>93,6 %</i>	<i>98,4 %</i>	<i>96,8 %</i>	<i>102,8 %</i>	<i>97,4 %</i>	<i>97,4 %</i>	<i>97,4 %</i>
Personalaufwendungen	8,0	12,1	14,8	18,6	21,2	23,3	25,3
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,8	1,4	0,7	1,8	1,9	2,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	3,5	5,4	5,3	6,2	5,7	6,3	6,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>9,8</b>	<b>10,8</b>	<b>11,7</b>
<i>Marge</i>	<i>19,4 %</i>	<i>26,5 %</i>	<i>28,8 %</i>	<i>27,1 %</i>	<i>27,4 %</i>	<i>27,4 %</i>	<i>27,4 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,4	0,4	0,6	0,9	1,0	1,1
<b>EBITA</b>	<b>2,6</b>	<b>5,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>	<b>10,7</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,7
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</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>	<b>8,9</b>
<i>Marge</i>	<i>14,6 %</i>	<i>21,0 %</i>	<i>23,2 %</i>	<i>21,0 %</i>	<i>20,9 %</i>	<i>20,9 %</i>	<i>20,9 %</i>
<b>EBIT adj.</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>	<b>8,9</b>
Zinserträge	0,2	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</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>	<b>8,9</b>
<i>Marge</i>	<i>15,2 %</i>	<i>21,6 %</i>	<i>22,8 %</i>	<i>20,7 %</i>	<i>20,9 %</i>	<i>20,9 %</i>	<i>20,9 %</i>
Steuern gesamt	0,7	1,5	1,8	2,0	2,2	2,4	2,6
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	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>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>5,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,3</b>
<i>Marge</i>	<i>10,8 %</i>	<i>15,1 %</i>	<i>16,1 %</i>	<i>14,4 %</i>	<i>14,8 %</i>	<i>14,8 %</i>	<i>14,8 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,5	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
<b>EPS</b>	<b>1,10</b>	<b>2,11</b>	<b>2,68</b>	<b>2,55</b>	<b>2,97</b>	<b>3,27</b>	<b>3,54</b>
EPS adj.	1,10	2,11	2,68	2,55	2,97	3,27	3,54

\*Adjustiert um:

**Guidance: n.a.****Kennzahlen**

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	77,6 %	74,3 %	73,5 %	77,6 %	75,6 %	75,6 %	75,6 %
Operating Leverage	-0,1 x	2,2 x	1,7 x	0,2 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	20,7 x	53,2 x	26,1 x	31,2 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	28,9 %	30,1 %	29,1 %	30,5 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	47,3 %	37,3 %	19,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	81.238	86.211	85.460	79.781	88.377	95.308	101.382

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

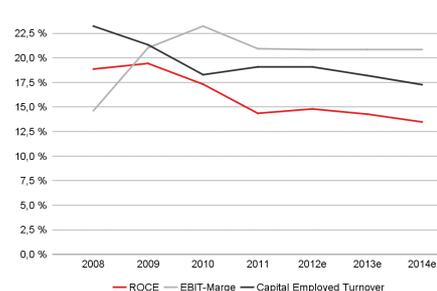
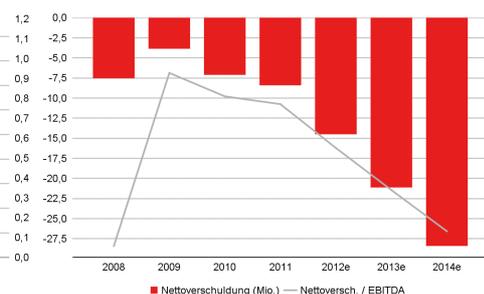
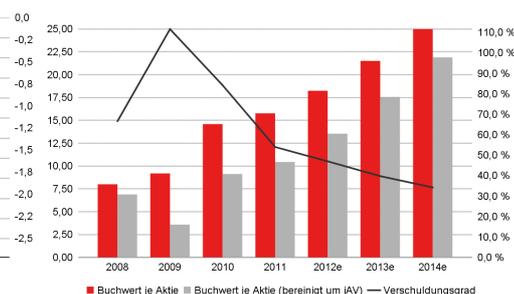
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,6	9,3	9,1	9,5	8,4	7,0	5,6
davon übrige imm. VG	1,6	2,9	2,7	3,1	2,0	0,6	-0,9
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Sachanlagen	2,6	3,4	4,0	4,1	4,0	3,5	2,9
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>4,2</b>	<b>12,7</b>	<b>13,2</b>	<b>13,7</b>	<b>12,4</b>	<b>10,5</b>	<b>8,5</b>
Vorräte	0,7	0,0	0,0	0,0	4,0	4,4	4,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,0	5,8	14,1	11,9	7,6	8,3	9,0
Liquide Mittel	8,9	10,6	13,4	13,9	20,0	26,6	33,8
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	2,8	3,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>15,4</b>	<b>19,6</b>	<b>31,6</b>	<b>29,8</b>	<b>35,6</b>	<b>43,3</b>	<b>51,6</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>19,6</b>	<b>32,4</b>	<b>44,8</b>	<b>43,5</b>	<b>48,0</b>	<b>53,8</b>	<b>60,1</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	7,8	7,8	13,9	14,2	14,2	14,2	14,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	4,4	10,3	16,6
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	2,2	5,8	8,6	12,2	12,2	12,2	12,1
Buchwert	11,8	15,3	24,3	28,2	32,6	38,5	44,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>11,8</b>	<b>15,3</b>	<b>24,3</b>	<b>28,2</b>	<b>32,6</b>	<b>38,5</b>	<b>44,7</b>
Rückstellungen gesamt	1,1	2,1	1,4	1,8	1,8	1,8	1,8
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	1,3	6,7	6,0	5,2	5,2	5,2	5,2
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,1	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,8	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4
Sonstige Verbindlichkeiten	5,0	7,5	12,6	7,9	7,9	7,9	7,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>7,8</b>	<b>17,1</b>	<b>20,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15,3</b>	<b>15,3</b>	<b>15,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>19,6</b>	<b>32,4</b>	<b>44,8</b>	<b>43,5</b>	<b>48,0</b>	<b>53,8</b>	<b>60,1</b>

**Kennzahlen**

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	4,2 x	3,7 x	2,5 x	2,1 x	2,5 x	2,6 x	2,8 x
Capital Employed Turnover	1,1 x	1,1 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x	0,9 x
ROA	38,5 %	27,6 %	34,0 %	33,4 %	42,8 %	55,5 %	74,6 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE	18,9 %	19,4 %	17,3 %	14,4 %	14,8 %	14,3 %	13,5 %
ROE	23,5 %	26,0 %	22,6 %	17,4 %	17,5 %	16,4 %	15,2 %
Adj. ROE	23,5 %	26,0 %	22,6 %	17,4 %	17,5 %	16,4 %	15,2 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-7,6	-3,9	-7,1	-8,4	-14,5	-21,1	-28,4
Nettofinanzverschuldung	-7,6	-3,9	-7,5	-8,6	-14,7	-21,3	-28,6
Net Gearing	-64,1 %	-25,3 %	-29,3 %	-29,8 %	-44,5 %	-54,9 %	-63,5 %
Nettofinanzverschuldung / EBITDA	-260,6 %	-63,4 %	-93,4 %	-100,2 %	-149,7 %	-197,3 %	-243,9 %
Buchwert je Aktie	8,0	9,2	14,6	15,8	18,2	21,5	25,0
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	6,9	3,6	9,1	10,4	13,5	17,6	21,9

**Entwicklung ROCE****Nettoverschuldung in Mio. EUR****Buchwert je Aktie in EUR**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## Cash flow

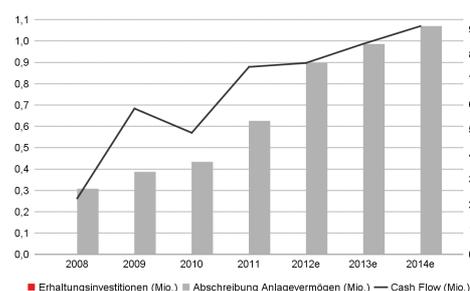
In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,8	6,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,4	0,4	0,6	0,9	1,0	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,7
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,3	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-0,4	1,0	-1,0	0,8	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>2,2</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>
Veränderung Vorräte	1,3	0,7	0,0	0,0	-4,0	-0,4	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,2	-2,8	-8,5	2,0	4,3	-0,7	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-1,1	1,9	5,3	-4,8	0,1	0,0	0,0
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,0	-0,2	-3,2	-2,8	0,4	-1,1	-1,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,2</b>	<b>5,7</b>	<b>1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>8,1</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>
Investitionen in iAV	-0,9	-1,2	-1,9	-1,7	-0,3	-0,2	-0,2
Investitionen in Sachanlagen	-0,3	-1,2	-1,1	-0,7	-0,8	-0,5	-0,5
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-1,4	-0,6	-0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,6</b>	<b>-9,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,8</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,1	5,5	-0,7	-0,7	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,2	0,0	-1,7	-0,9	-0,9	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>7,3</b>	<b>5,5</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Veränderung liquide Mittel	5,9	1,8	2,8	0,4	6,1	6,6	7,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>8,9</b>	<b>10,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>	<b>20,0</b>	<b>26,6</b>	<b>33,8</b>

## Kennzahlen

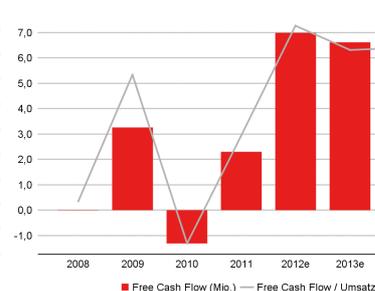
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	0,0	3,3	-1,3	2,3	7,0	6,6	7,3
Free Cash Flow / Umsatz	-0,1 %	14,0 %	-4,7 %	7,2 %	19,5 %	16,8 %	17,0 %
Free Cash Flow Potential	2,3	4,7	6,1	6,6	7,7	8,4	9,1
Free Cash Flow / Umsatz	-0,1 %	14,0 %	-4,7 %	7,2 %	19,5 %	16,8 %	17,0 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-0,7 %	92,7 %	-29,4 %	50,4 %	131,5 %	113,2 %	114,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,9 %	2,7 %	1,5 %	1,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	10,7 %	2,9 %	4,8 %	4,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	8,1 %	10,3 %	10,8 %	7,7 %	3,0 %	1,8 %	1,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	169,1 %	187,6 %	192,6 %	125,7 %	46,3 %	27,3 %	27,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,1 %	8,2 %	18,0 %	28,2 %	29,4 %	27,6 %	28,0 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	574,7 %	755,3 %	2964,1 %	3630,7 %	1900,0 %	2075,0 %	2250,0 %
Vorratumschlag	0,7 x	n.a.	n.a.	n.a.	0,5 x	0,5 x	0,5 x
Receivables collection period (Tage)	73	92	186	137	77	77	77
Payables payment period (Tage)	374	504	113	197	73	67	61
Cash conversion cycle (Tage)	-1.357	n.a.	n.a.	n.a.	657	677	698

## Investitionen und Cash Flow

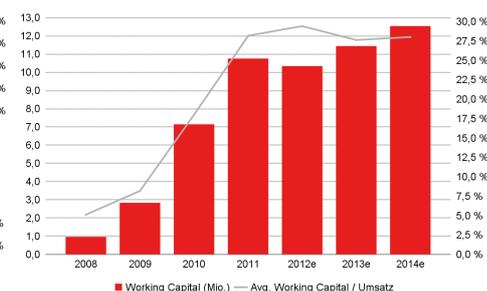
in Mio. EUR



## Free Cash Flow Generation



## Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

## URHEBERRECHTE

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

## ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, 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, offenzulegen.

Die von 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 Warburg Research GmbH noch die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA 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.

## QUELLEN

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

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

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** hält
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierte Unternehmens übernommen hat
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

**WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG**

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	59
Halten	66	35
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>188</b>	<b>100</b>

**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	100	66
Halten	42	28
Verkaufen	6	4
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>151</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [24.08.2012]**


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

**RESEARCH**

<b>Christian Bruns</b> Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	<b>Henner Rüscheimer</b> Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Christian Cohrs</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	<b>Roland Rapelius</b> Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	<b>Susanne Schwartze</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b> Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	<b>Björn Voss</b> Car Suppliers, Steel	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
<b>Malte Räther</b> Technology	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	<b>Stephan Wulf</b> Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

**SALES**

<b>Holger Nass</b> Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Deputy Head of Equity Sales	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Robert Conredel</b> Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Michael Kriszun</b> United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
<b>Marc Niemann</b> Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
<b>Dirk Rosenfelder</b> Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
<b>Julian Straube</b> Germany	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
<b>Philipp Stumpfegger</b> Australia	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

<b>Oliver Merckel</b> Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
<b>Gudrun Bolsen</b> Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
<b>Bastian Quast</b> Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
<b>Patrick Schepelmann</b> Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
<b>Thekla Struve</b> Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
<b>Jörg Treptow</b> Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
<b>Support</b>	
<b>Katharina Bruns</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

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

**Our research can be found under:**

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

**For access please contact:**

<b>Andrea Carstensen</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
----------------------------------------------	-----------------------------------------------	-------------------------------------------	-------------------------------------------