

<b>Hold</b> (Buy) <b>EUR 45,00</b> Kurs EUR 42,25 <b>Upside 6,5 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 45,96 FCF-Value Potential: 29,95	<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: 79,9 Aktienanzahl (Mio.): 1,9 EV: 88,4 Freefloat MC: 31,5 Ø Trad. Vol. (30T): 6,19 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 39,5 % GK Software Holding 49,6 % SAP 5,3 % Rainer Gläß 3,3 % Stephan Kronmüller 2,3 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2015e Beta: 1,6 KBV: 2,7 x EK-Quote: 55 % Net Fin. Debt / EBITDA: 5,0 x Net Debt / EBITDA: 5,8 x

## Umsatz sehr stark, Ergebnis deutlich unter Erwartung

Berichtete Kennzahlen Q4/2016:										Kommentar zu den Kennzahlen:										
in Mio. EUR	Q4/15	Q4/15e	Q4/14	yoy	2015	2015e	2014	yoy												
Umsatz	20,6	14,0	14,1	46,5%	62,6	56,0	44,6	40,3%												
EBIT	2,1	3,7	-0,8	-	-1,3	0,3	-3,0	-57,6%												
Marge	10,1%	26,4%	-5,6%		-2,0%	0,6%	-6,8%													

- Am 21.04.16 gab die GK Software die vorläufigen Zahlen für das Geschäftsjahr 2015 bekannt.
- Während der Umsatz deutlich zulegen, traf das Ergebnis die Erwartungen nicht.
- Die von der GK Software vorgelegten Rahmendaten sind von starkem Wachstum gekennzeichnet. Das Unternehmen scheint jedoch, stärker als bisher erwartet, unter den typischen strukturellen Problemen hohen internationalen Wachstums zu leiden.

Die Ursache für die noch extrem niedrige Marge kann vor allem in folgenden Punkten gesehen werden:

**Internationalisierung:** Die Gesellschaft konnte in den letzten Jahren diverse Kunden insbesondere im wichtigen US-amerikanischen Markt gewinnen. Keiner dieser Kunden war bisher jedoch so groß, dass der Aufbau einer effizienten regionalen Organisation erfolgen konnte. Dennoch werden die Kunden in den internationalen Regionen auf höchstem Niveau betreut. Dies belastet die Marge, wird sich jedoch mit weiteren Kunden in der Region normalisieren. **Kleinteiligkeit:** Bereits im Bericht zu den 9 Monaten war von der Gewinnung von 11 Kunden berichtet worden. Im Q4 dürften noch weitere hinzugekommen sein. Die Anzahl neu gewonnener Kunden sowie die Anzahl parallel bearbeiteter Projekte ist derzeit vergleichsweise hoch. Das Jahr 2015 bei GK vor diesem Hintergrund durch eine eher geringe durchschnittliche Projektgröße gekennzeichnet. Dies führte, trotz sehr starker Umsätze, offenbar zu einer sehr anspruchsvollen und personalintensiven Projektabwicklung. Auch das sollte sich zukünftig verbessern, insbesondere wenn größere Kunden gewonnen werden (vgl. z.B. Pressemitteilung zu Aldi Nord). **Einmalbelastungen:** Nicht zuletzt war das Jahr 2015 durch hohe Abschreibungen (insbes. PPA) und akquisitionsbedingten Sonderaufwendungen gekennzeichnet.

Die Ermittlung des Kurszieles (DCF) ist folglich durch zwei Effekte gekennzeichnet: Zum einen einer höheren Umsatzbasis für die kommenden Jahre aufgrund starker Erfolge bei der Kundengewinnung. Zum anderen jedoch noch niedrigen Margen aufgrund noch mangelnder Effizienz. Das **Kursziel wird bei EUR 45 unverändert belassen**. Die Aktie wird, da dieses Kursziel nahezu erreicht ist, von **Kaufen auf Halten heruntergestuft**.

Schätzungsänderungen:								Kommentar zu den Änderungen:												
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -														
Umsatz	56,0	11,8 %	62,0	7,0 %	70,0	0,5 %														
EBITDA	3,9	-44,4 %	9,1	-12,6 %	12,4	-3,5 %														
EBIT	0,3	n.m.	5,1	-15,4 %	7,8	3,0 %														
EPS	0,0	n.m.	0,0	-15,2 %	0,0	2,7 %														

- Die Umsatzziele für 2016 wurden bereits in 2015 erreicht.
- Hohe strukturelle Belastungen werden jedoch 2016 noch deutlich stärker kennzeichnen, als bisher erwartet.
- Ab 2017 sollte, vor dem Hintergrund einer dann effizienteren US-Organisation und weniger kleinteiligen Aufträgen (mehr größere Kunden) dann wieder ein deutlich positiver Margentrend sichtbar werden können.

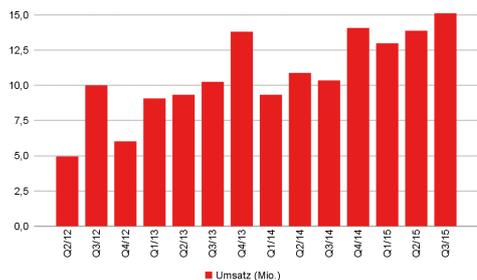


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-7,6 %
6 Monate:	41,3 %
Jahresverlauf:	18,0 %
Letzte 12 Monate:	25,6 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
28.04.16	FY 2015
26.05.16	Q1
16.06.16	HV
30.08.16	Q2

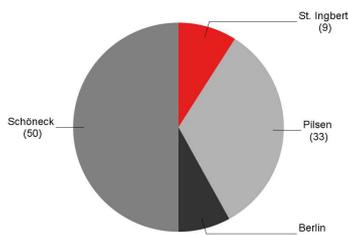
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	16,4 %	31,8	28,4	42,5	44,6	62,6	66,4	70,3
Veränd. Umsatz yoy		14,7 %	-10,5 %	49,4 %	5,1 %	40,3 %	6,0 %	6,0 %
Rohrtragsmarge		102,8 %	99,8 %	91,3 %	89,6 %	92,0 %	93,0 %	93,0 %
EBITDA	589,3 %	8,6	2,9	3,3	0,0	2,2	8,0	12,0
Marge		27,1 %	10,1 %	7,9 %	0,1 %	3,5 %	12,0 %	17,0 %
EBIT		6,7	0,8	1,0	-3,0	-1,3	4,3	8,1
Marge		21,0 %	2,8 %	2,5 %	-6,8 %	-2,0 %	6,5 %	11,5 %
Nettoergebnis		4,6	0,7	0,6	-1,9	-0,9	3,1	5,7
EPS		2,55	0,38	0,34	-0,99	-0,48	1,62	3,03
EPS adj.		2,55	0,38	0,34	-0,99	-0,48	1,62	3,03
DPS		0,50	0,00	0,25	0,00	0,00	0,50	0,50
Dividendenrendite		1,1 %	n.a.	0,8 %	n.a.	n.a.	1,2 %	1,2 %
FCFPS		1,29	0,57	-0,31	-1,15	-0,01	2,14	3,73
FCF / Marktkap.		2,9 %	1,5 %	-1,0 %	-3,4 %	0,0 %	5,1 %	8,8 %
EV / Umsatz		2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,6 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x
EV / EBITDA		8,1 x	22,4 x	13,6 x	n.a.	42,5 x	11,1 x	6,9 x
EV / EBIT		10,5 x	81,4 x	43,3 x	n.a.	n.a.	20,6 x	10,2 x
KGV		17,1 x	101,4 x	91,7 x	n.a.	n.a.	26,1 x	13,9 x
KGV ber.		17,1 x	101,4 x	91,7 x	n.a.	n.a.	26,1 x	13,9 x
FCF Yield Potential		9,5 %	4,2 %	6,6 %	1,6 %	2,8 %	7,6 %	11,7 %
Nettoverschuldung		-8,4	-5,1	-10,5	-7,4	12,6	8,6	2,5
ROCE (NOPAT)		25,0 %	3,0 %	2,9 %	n.a.	n.a.	7,3 %	14,1 %
Guidance:	n.a.							

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



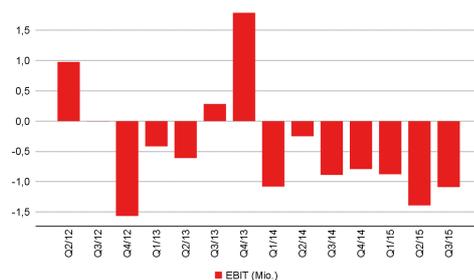
Quelle: Warburg Research

**Mitarbeiter nach Standorten**  
2015e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

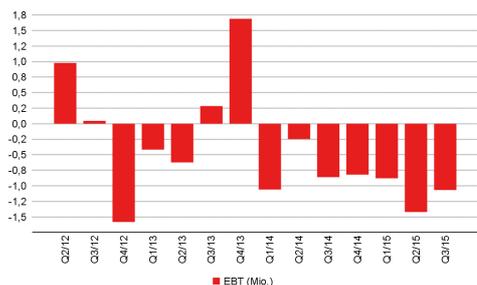
## Unternehmenshintergrund

- Die GK Software ist führender Softwareanbieter für den Einzelhandel.
- 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

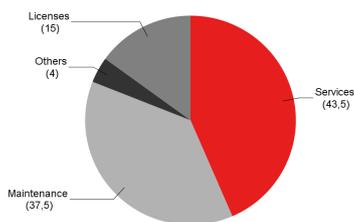
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern 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



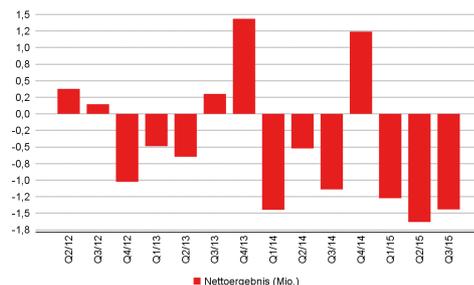
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2015; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	62,6	66,4	70,3	74,6	79,0	83,8	88,0	92,4	97,0	101,8	106,9	109,6	112,3	
Umsatzwachstum	40,3 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	-1,3	4,3	8,1	9,7	11,9	12,6	13,2	13,9	14,5	15,3	16,0	16,4	16,8	
EBIT-Marge	-2,0 %	6,5 %	11,5 %	13,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	
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	-0,9	3,1	5,7	6,9	8,4	8,9	9,4	9,8	10,3	10,8	11,4	11,7	12,0	
Abschreibungen	3,5	3,7	3,9	3,7	4,0	4,2	3,5	2,8	2,9	1,0	1,1	1,1	1,1	
Abschreibungsquote	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,1	1,2	1,1	9,2	-0,3	-0,4	-0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	0,6	0,6	
- Investitionen	1,5	1,5	1,5	2,2	2,4	2,5	2,6	2,8	1,9	1,0	1,1	1,1	1,1	
Investitionsquote	2,4 %	2,2 %	2,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,0	4,0	7,0	-2,3	10,3	11,1	11,0	8,9	10,3	9,8	10,3	11,1	11,4	11
Barwert FCF	0,0	3,8	6,0	-1,8	7,3	7,1	6,4	4,7	4,9	4,2	4,0	3,9	3,7	46
Anteil der Barwerte	9,79 %			44,10 %										46,11 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	2,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
<b>WACC</b>	<b>10,30 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,60</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2027e	54		
Terminal Value	46		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	-11	Aktienzahl (Mio.)	1,9
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>87</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>45,96</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,78	11,3 %	37,97	38,46	38,97	39,51	40,08	40,69	41,33	1,78	11,3 %	33,81	35,71	37,61	39,51	41,41	43,31	45,21
1,69	10,8 %	40,73	41,30	41,90	42,54	43,22	43,94	44,71	1,69	10,8 %	36,51	38,52	40,53	42,54	44,55	46,56	48,57
1,65	10,6 %	42,23	42,85	43,50	44,20	44,94	45,73	46,58	1,65	10,6 %	37,99	40,06	42,13	44,20	46,27	48,34	50,40
1,60	10,3 %	43,81	44,49	45,20	45,96	46,78	47,64	48,57	1,60	10,3 %	39,57	41,70	43,83	45,96	48,10	50,23	52,36
1,55	10,1 %	45,50	46,23	47,01	47,85	48,74	49,69	50,72	1,55	10,1 %	41,25	43,45	45,65	47,85	50,05	52,25	54,45
1,51	9,8 %	47,29	48,09	48,95	49,86	50,84	51,89	53,02	1,51	9,8 %	43,04	45,31	47,59	49,86	52,13	54,41	56,68
1,42	9,3 %	51,23	52,19	53,23	54,34	55,53	56,82	58,21	1,42	9,3 %	47,03	49,47	51,90	54,34	56,77	59,20	61,64

- Softwareunternehmen wie GK erwirtschaften neben guten Tagessätzen in der Regel hohe Lizenzentnahmen
- Dies führt in der Regel zu hohen zweistelligen Margen
- Verzögerungen bei Projektabschlüssen und hohe strukturelle Aufwendungen belasteten das Unternehmen jedoch

<b>Wertermittlung</b>							
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>
KBV	2,8 x	2,4 x	1,7 x	2,6 x	2,7 x	2,4 x	2,1 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	10,44	9,67	13,12	11,68	1,76	4,61	8,46
EV / Umsatz	2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,6 x	1,5 x	1,3 x	1,2 x
EV / EBITDA	8,1 x	22,4 x	13,6 x	n.a.	42,5 x	11,1 x	6,9 x
EV / EBIT	10,5 x	81,4 x	43,3 x	n.a.	n.a.	20,6 x	10,2 x
EV / EBIT adj.*	10,5 x	81,4 x	43,3 x	n.a.	n.a.	20,6 x	10,2 x
Kurs / FCF	34,0 x	68,2 x	n.a.	n.a.	n.a.	19,7 x	11,3 x
KGV	17,1 x	101,4 x	91,7 x	n.a.	n.a.	26,1 x	13,9 x
KGV ber.*	17,1 x	101,4 x	91,7 x	n.a.	n.a.	26,1 x	13,9 x
Dividendenrendite	1,1 %	n.a.	0,8 %	n.a.	n.a.	1,2 %	1,2 %
Free Cash Flow Yield Potential	9,5 %	4,2 %	6,6 %	1,6 %	2,8 %	7,6 %	11,7 %
*Adjustiert um:	-						

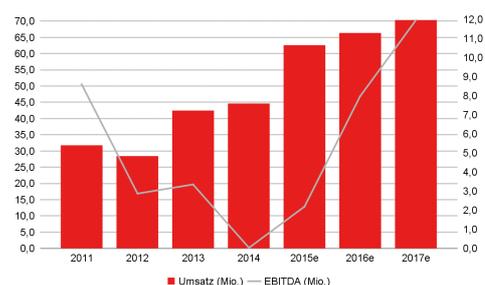
**GuV**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Umsatz</b>	<b>31,8</b>	<b>28,4</b>	<b>42,5</b>	<b>44,6</b>	<b>62,6</b>	<b>66,4</b>	<b>70,3</b>
Veränd. Umsatz yoy	14,7 %	-10,5 %	49,4 %	5,1 %	40,3 %	6,0 %	6,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	1,5	0,7	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7
<b>Gesamterlöse</b>	<b>33,2</b>	<b>29,0</b>	<b>42,8</b>	<b>45,1</b>	<b>63,2</b>	<b>67,0</b>	<b>71,0</b>
Materialaufwand	0,6	0,7	4,1	5,2	5,6	5,3	5,6
<b>Rohrertrag</b>	<b>32,6</b>	<b>28,4</b>	<b>38,8</b>	<b>40,0</b>	<b>57,6</b>	<b>61,7</b>	<b>65,4</b>
<b>Rohermarge</b>	<b>102,8 %</b>	<b>99,8 %</b>	<b>91,3 %</b>	<b>89,6 %</b>	<b>92,0 %</b>	<b>93,0 %</b>	<b>93,0 %</b>
Personalaufwendungen	18,6	19,8	25,6	28,7	40,1	41,1	40,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	1,7	2,5	2,2	3,8	4,0	4,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,2	7,4	12,3	13,4	19,1	16,6	17,6
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>8,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>0,0</b>	<b>2,2</b>	<b>8,0</b>	<b>12,0</b>
<b>Marge</b>	<b>27,1 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>7,9 %</b>	<b>0,1 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>12,0 %</b>	<b>17,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1
<b>EBITA</b>	<b>8,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,2</b>	<b>7,0</b>	<b>10,9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,4	1,5	1,2	2,5	2,7	2,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>6,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>8,1</b>
<b>Marge</b>	<b>21,0 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>2,5 %</b>	<b>-6,8 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>11,5 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>6,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>8,1</b>
Zinserträge	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,2	0,2	0,1	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>6,6</b>	<b>0,8</b>	<b>0,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>8,1</b>
<b>Marge</b>	<b>20,7 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,2 %</b>	<b>-6,7 %</b>	<b>-2,0 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>11,5 %</b>
Steuern gesamt	2,0	0,1	0,3	-1,1	-0,4	1,2	2,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</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>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,7</b>
<b>Marge</b>	<b>14,4 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>1,4 %</b>	<b>-4,2 %</b>	<b>-1,4 %</b>	<b>4,6 %</b>	<b>8,2 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>EPS</b>	<b>2,55</b>	<b>0,38</b>	<b>0,34</b>	<b>-0,99</b>	<b>-0,48</b>	<b>1,62</b>	<b>3,03</b>
EPS adj.	2,55	0,38	0,34	-0,99	-0,48	1,62	3,03

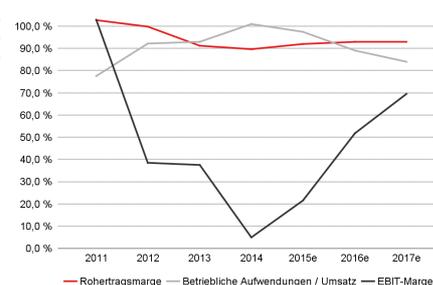
\*Adjustiert um:

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

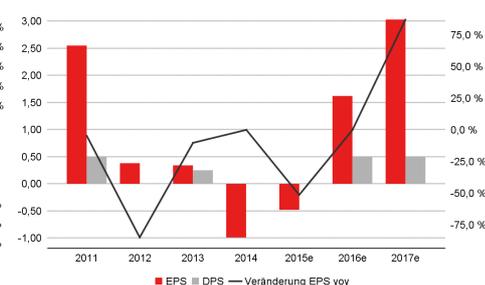
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	77,6 %	92,1 %	93,0 %	101,1 %	97,5 %	89,0 %	84,0 %
Operating Leverage	0,2 x	8,4 x	0,7 x	n.a.	-1,4 x	n.a.	14,6 x
EBITDA / Interest expenses	31,2 x	14,9 x	14,9 x	0,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	30,5 %	17,6 %	35,5 %	37,4 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	19,6 %	0,0 %	74,5 %	0,0 %	0,0 %	31,0 %	16,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	79.781	70.022	102.535	105.677	145.308	151.007	156.929

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

**Operative Performance**  
in %

Quelle: Warburg Research

**Ergebnis je Aktie**

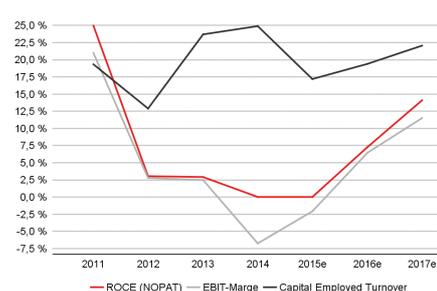
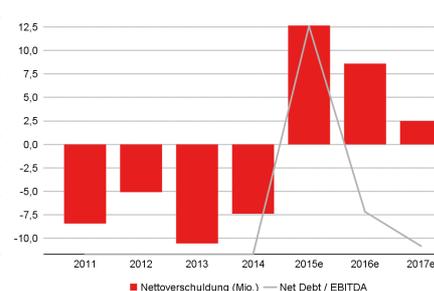
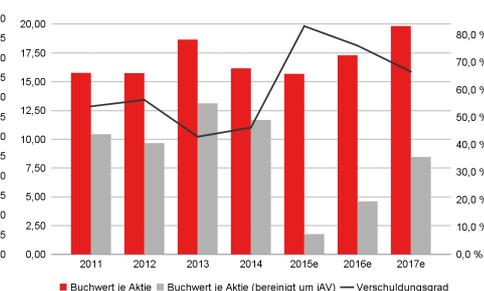
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,5	10,9	9,9	8,5	26,3	24,0	21,5
davon übrige imm. VG	3,1	4,5	3,5	2,9	0,8	-1,5	-4,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,4	6,4	6,4	5,5	25,5	25,5	25,5
Sachanlagen	4,1	4,9	4,8	5,0	5,2	5,3	5,4
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>13,7</b>	<b>15,8</b>	<b>14,7</b>	<b>13,4</b>	<b>31,5</b>	<b>29,3</b>	<b>26,9</b>
Vorräte	0,0	1,0	1,0	1,2	0,9	1,0	1,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,9	11,6	13,1	9,2	11,1	12,4	13,5
Liquide Mittel	13,9	10,3	13,7	10,2	0,2	4,2	10,3
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,0	5,4	5,2	10,7	10,7	10,7	10,7
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>29,8</b>	<b>28,3</b>	<b>33,0</b>	<b>31,2</b>	<b>22,9</b>	<b>28,3</b>	<b>35,6</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>43,5</b>	<b>44,1</b>	<b>47,7</b>	<b>44,7</b>	<b>54,3</b>	<b>57,6</b>	<b>62,5</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Kapitalrücklage	14,2	14,4	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	2,2	7,0
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	12,2	12,0	13,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Buchwert	28,2	28,2	33,4	30,6	29,6	32,7	37,5
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>28,2</b>	<b>28,2</b>	<b>33,4</b>	<b>30,6</b>	<b>29,6</b>	<b>32,7</b>	<b>37,5</b>
Rückstellungen gesamt	1,8	4,6	3,5	4,1	4,1	4,1	4,1
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,2	1,7	0,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	5,2	3,5	2,3	1,1	11,1	11,1	11,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,8	2,2	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,3	0,8	1,0	1,6	2,2	2,4	2,5
Sonstige Verbindlichkeiten	7,9	6,9	7,6	7,2	7,2	7,2	7,2
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>14,3</b>	<b>14,1</b>	<b>24,7</b>	<b>24,9</b>	<b>25,0</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>43,5</b>	<b>44,1</b>	<b>47,7</b>	<b>44,7</b>	<b>54,3</b>	<b>57,6</b>	<b>62,5</b>

**Kennzahlen**

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,1 x	1,8 x	2,5 x	3,4 x	4,3 x	4,2 x	4,1 x
Capital Employed Turnover	1,6 x	1,2 x	1,9 x	1,9 x	1,5 x	1,6 x	1,8 x
ROA	33,4 %	4,3 %	4,1 %	-13,9 %	-2,9 %	10,4 %	21,3 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	25,0 %	3,0 %	2,9 %	n.a.	n.a.	7,3 %	14,1 %
ROE	17,4 %	2,4 %	2,0 %	-5,8 %	-3,0 %	9,8 %	16,3 %
Adj. ROE	17,4 %	2,4 %	2,0 %	-5,8 %	-3,0 %	9,8 %	16,3 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-8,4	-5,1	-10,5	-7,4	12,6	8,6	2,5
Nettofinanzverschuldung	-8,6	-6,8	-11,5	-9,0	11,0	6,9	0,8
Net Gearing	-29,8 %	-18,0 %	-31,5 %	-24,1 %	42,6 %	26,3 %	6,6 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	504,0 %	87,1 %	6,9 %
Buchwert je Aktie	15,8	15,7	18,7	16,2	15,7	17,3	19,8
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	10,4	9,7	13,1	11,7	1,8	4,6	8,5

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

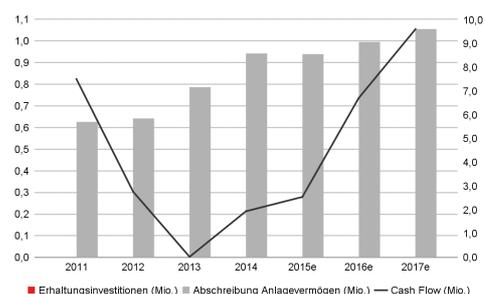
## Cash flow

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,6	0,7	0,6	-1,9	-0,9	3,1	5,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,6	0,8	0,9	0,9	1,0	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,4	1,5	1,2	2,5	2,7	2,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	1,6	-1,7	0,8	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,8	-1,6	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>7,5</b>	<b>2,8</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>6,7</b>	<b>9,6</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,1	-0,1
Veränderung Forderungen aus L+L	2,0	2,4	2,4	-0,4	-1,9	-1,3	-1,1
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-4,8	-2,2	-1,0	-0,2	0,6	0,2	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,8	0,3	1,5	-2,3	-1,1	-1,2	-1,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>4,7</b>	<b>3,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>5,5</b>	<b>8,5</b>
Investitionen in iAV	-1,7	-0,9	-0,9	-1,2	-0,4	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-0,7	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-20,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,3	-0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	-1,6	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,6</b>	<b>-21,5</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,7	-1,8	-1,2	-1,2	10,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,9	-0,9	0,0	-0,5	0,0	0,0	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>10,0</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,9</b>
Veränderung liquide Mittel	0,4	-3,6	3,2	-3,6	-10,0	4,0	6,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>13,9</b>	<b>10,3</b>	<b>13,5</b>	<b>10,2</b>	<b>0,2</b>	<b>4,2</b>	<b>10,3</b>

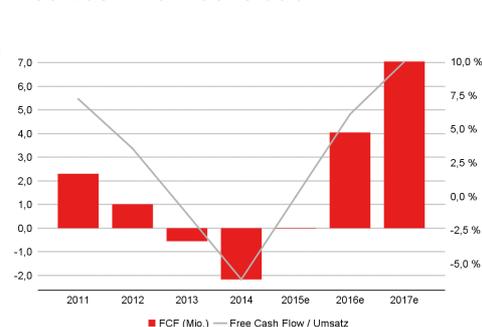
## Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	2,3	1,0	-0,6	-2,2	0,0	4,0	7,0
Free Cash Flow / Umsatz	7,2 %	3,6 %	-1,3 %	-6,2 %	0,0 %	6,1 %	10,0 %
Free Cash Flow Potential	6,6	2,7	3,0	1,2	2,5	6,7	9,6
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	50,4 %	149,7 %	-91,9 %	147,0 %	2,4 %	132,6 %	122,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,4 %	1,9 %	0,9 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,9 %	4,4 %	7,8 %	7,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	7,7 %	7,2 %	5,0 %	5,3 %	2,4 %	2,2 %	2,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	125,7 %	99,2 %	92,0 %	77,6 %	43,1 %	40,1 %	37,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	28,2 %	37,8 %	27,2 %	23,0 %	14,0 %	14,9 %	15,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	3630,7 %	1379,5 %	1356,9 %	562,7 %	504,5 %	516,7 %	540,0 %
Vorratsumschlag	n.a.	0,7 x	3,9 x	4,4 x	6,3 x	5,3 x	5,1 x
Receivables collection period (Tage)	137	149	113	75	65	68	70
Payables payment period (Tage)	197	457	86	116	143	165	162
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	-252	-37	-52	-106	-118	-110

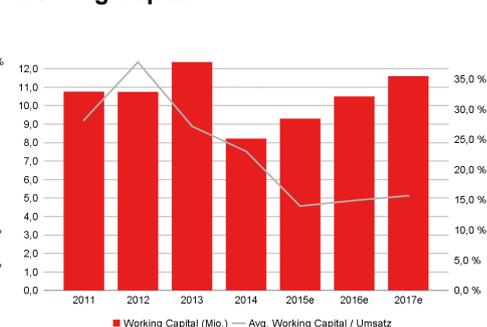
### Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



### 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 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

**URHEBERRECHTE**

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

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

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

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

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

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

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

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

M.M.Warburg & CO (AG & 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.

### Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

### Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
GK Software	5, 6	<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	120	63
Halten	62	33
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>190</b>	<b>100</b>

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

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die in den vergangenen zwölf Monaten wesentliche Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	23	72
Halten	8	25
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	1	3
<b>Gesamt</b>	<b>32</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [22.04.2016]**


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.

**EQUITIES**

**Roland Rapelius** +49 40 3282-2673  
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

**RESEARCH**

**Michael Heider** +49 40 309537-280  
Head of Research mheider@warburg-research.com

**Henner Rüschemeyer** +49 40 309537-270  
Head of Research hrueschemeyer@warburg-research.com

**Lucas Boventer** +49 40 309537-290  
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

**Christian Cohrs** +49 40 309537-175  
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

**Felix Ellmann** +49 40 309537-120  
Software, IT fellmann@warburg-research.com

**Jörg Philipp Frey** +49 40 309537-258  
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

**Harald Hof** +49 40 309537-125  
Medtech hhof@warburg-research.com

**Ulrich Huwald** +49 40 309537-255  
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

**Thilo Kleibauer** +49 40 309537-257  
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

**Eggert Kuls** +49 40 309537-256  
Engineering ekuls@warburg-research.com

**Andreas Pläsier** +49 40 309537-246  
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

**Jochen Reichert** +49 40 309537-130  
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

**J. Moritz Rieser** +49 40 309537-260  
Real Estate mrieser@warburg-research.com

**Arash Roshan Zamir** +49 40 309537-155  
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

**Malte Schaumann** +49 40 309537-170  
Technology mschaumann@warburg-research.com

**Oliver Schwarz** +49 40 309537-250  
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

**Marc-René Tonn** +49 40 309537-259  
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

**Björn Voss** +49 40 309537-254  
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

**Alexander Wahl** +49 40 309537-230  
Other awahl@warburg-research.com

**Andreas Wolf** +49 40 309537-140  
Software, IT awolf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

**Holger Nass** +49 40 3282-2669  
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

**Klaus Schilling** +49 40 3282-2664  
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

**Tim Beckmann** +49 40 3282-2665  
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

**Lyubka Bogdanova** +49 69 5050-7411  
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

**Jens Buchmüller** +49 69 5050-7415  
Scandinavia, Austria jbuchmueller@mmwarburg.com

**Paul Dontenwill** +49 40 3282-2666  
USA pdontenwill@mmwarburg.com

**Matthias Fritsch** +49 40 3282-2696  
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

**Marie-Therese Grübner** +49 40 3282-2630  
France, Switzerland mgruebner@mmwarburg.com

**Michael Kriszun** +49 40 3282-2695  
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

**Marc Niemann** +49 40 3282-2660  
Germany mniemann@mmwarburg.com

**Fabian Roggemann** +49 40 3282-2667  
USA froggemann@mmwarburg.com

**Sanjay Oberoi** +49 69 5050-7410  
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

**Juliane Willenbruch** +49 40 3282-2694  
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

**SALES TRADING**

**Oliver Merkel** +49 40 3282-2634  
Head of Sales Trading omerkel@mmwarburg.com

**Michael Ilgenstein** +49 40 3282-2700  
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

**Bastian Quast** +49 40 3282-2701  
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

**Jörg Treptow** +49 40 3262-2658  
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

**Jan Walter** +49 40 3262-2662  
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

**MACRO RESEARCH**

**Carsten Klude** +49 40 3282-2572  
Macro Research cklude@mmwarburg.com

**Dr. Christian Jasperneite** +49 40 3282-2439  
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

**Our research can be found under:**

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html  
Bloomberg MMWA GO  
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com  
Reuters www.knowledge.reuters.com  
Capital IQ www.capitaliq.com

**For access please contact:**

**Andrea Schaper** +49 40 3282-2632  
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

**Kerstin Muthig** +49 40 3282-2703  
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com