

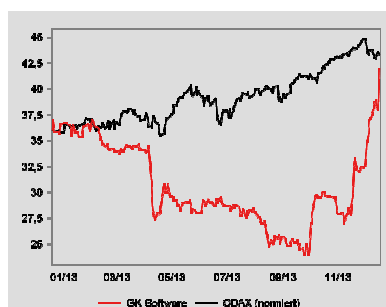
<b>Buy</b>  <b>EUR 54,00</b> (EUR 45,00)  Kurs EUR 41,90 <b>Upside 28,9 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 53,75 FCF-Value Potential: 53,54	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: GKS GR Reuters: GKSG ISIN: DE0007571424	<b>Beschreibung:</b> Führendes Softwareunternehmen für den stationären Einzelhandel
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 79,2 Aktienanzahl (Mio.): 1,9 EV: 66,4 Freefloat MC: 33,6 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 14,49	<b>Aktionäre:</b> Freefloat 42,5 % GK Software Holding 52,3 % Rainer Gläß 3,0 % Stephan Kronmüller 2,2 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2013e Beta: 1,2 KBV: 2,3 x EK-Quote: 68 % Net Fin. Debt / EBITDA: -2,1 x Net Debt / EBITDA: -1,8 x

## SAP erhält Vorkaufsrecht

Am 17.12.13 gab die GK Software in einer Mitteilung die erfolgreiche Zuteilung der Barkapitalerhöhung an die SAP (vgl. Comment vom 13.12.13) bekannt. Entscheidender ist jedoch der Zusatz, dass „in Verbindung mit dem Erwerb der neuen Aktien (...) SAP ein Vorkaufsrecht auf die Anteile, die direkt und indirekt von den beiden Gründern Rainer Gläß und Stephan Kronmüller gehalten werden, bis zum 31.12.2020“ eingeräumt wurde. Hierbei handelt es sich aktuell um gut 52% des Aktienkapitals (nach Kapitalerhöhung).

- Dies erlaubt die **Spekulation auf eine mittelfristige Übernahme der GK durch die SAP**. Hierbei stellt sich die Frage, ob nicht schon zum jetzigen Zeitpunkt eine komplette Übernahme durch SAP sinnvoll gewesen wäre. Dies aber wohl nicht möglich gewesen wäre, da die Mehrheitsaktionäre auf aktuellem Niveau nicht hinreichend abgabebereit gewesen wären. Das Vorkaufsrecht ermöglicht der SAP nun mittelfristig, die wesentlichen Anteilstransaktionen in GK zu kontrollieren und, sobald die Altaktionäre eine kritische Bewertungsschwelle erreicht sehen und die operative Entwicklung zufriedenstellend verläuft, zusammen mit deren Anteilsübernahme ein Angebot an die Minderheit zu unterbreiten.
- Ebenfalls heute wurde ein **Auftrag der Schweizer Migros** bekannt gegeben. Dies erfolgte nicht als AdHoc-Mitteilung sondern im Zuge einer Pressemitteilung. Dies erlaubt den Rückschluss, dass es sich bei dem Auftrag, zu dem keine Größenangaben gemacht wurden, um einen eher kleineren bis mittelgroßen Auftrag handelt. Da Aufträge dieser Größenordnung bereits Bestandteil der Prognosen sind, werden diese nicht angepasst. Entscheidend ist aber auch hier, dass es sich um einen **gemeinsamen Auftrag der SAP mit GK** handelt.
- Der Anteilsverkauf und das Vorkaufsrecht unterstreicht erneut **die Bedeutung der Zusammenarbeit beider Unternehmen**.

Die Akte der GK-Software wird bei einem nochmals erhöhten Kursziel (Reduktion Risikoprämie) von EUR 54 weiter mit Kaufen eingestuft.

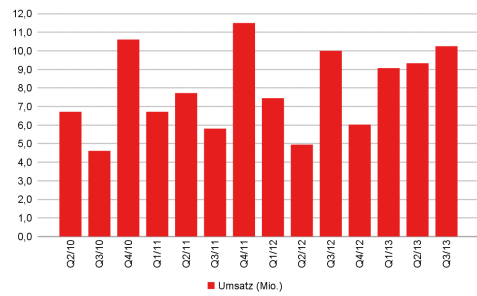


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	41,2 %
6 Monate:	35,0 %
Jahresverlauf:	-6,5 %
Letzte 12 Monate:	-3,1 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
29.04.14	2013
27.05.14	Q1
18.06.14	HV
27.08.14	Q2

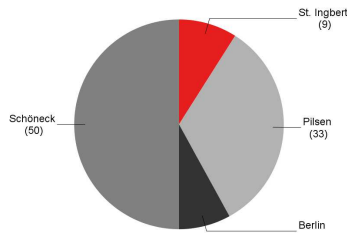
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (12-15e)	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	16,1 %	23,3	27,7	31,8	28,4	38,8	40,5	44,5
Veränd. Umsatz yoy		54,9 %	19,0 %	14,7 %	-10,5 %	36,5 %	4,3 %	10,0 %
<b>Rohertragsmarge</b>		98,4 %	96,8 %	102,8 %	99,8 %	97,4 %	97,4 %	97,4 %
<b>EBITDA</b>	56,2 %	6,2	8,0	8,6	2,9	6,9	9,9	10,9
Marge		26,5 %	28,8 %	27,1 %	10,1 %	17,8 %	24,4 %	24,4 %
<b>EBIT</b>	116,6 %	4,9	6,4	6,7	0,8	4,4	7,3	8,0
Marge		21,0 %	23,2 %	21,0 %	2,8 %	11,3 %	17,9 %	17,9 %
<b>Nettoergebnis</b>	103,1 %	3,5	4,5	4,6	0,7	3,1	5,1	5,7
<b>EPS</b>	99,1 %	2,11	2,68	2,55	0,38	1,65	2,72	3,00
<b>EPS adj.</b>	99,1 %	2,11	2,68	2,55	0,38	1,65	2,72	3,00
<b>DPS</b>	0,0 %	1,00	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Dividendenrendite		5,3 %	1,0 %	1,1 %	1,3 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %
<b>FCFPS</b>		1,96	-0,79	1,29	0,57	2,53	3,07	3,11
<b>EV / Umsatz</b>		1,2 x	2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,7 x	1,5 x	1,3 x
<b>EV / EBITDA</b>		4,5 x	9,4 x	8,1 x	22,4 x	9,6 x	6,2 x	5,2 x
<b>EV / EBIT</b>		5,7 x	11,7 x	10,5 x	81,4 x	15,2 x	8,5 x	7,1 x
<b>KGV</b>		9,0 x	18,4 x	17,1 x	101,4 x	25,4 x	15,4 x	14,0 x
<b>KGV ber.</b>		9,0 x	18,4 x	17,1 x	101,4 x	25,4 x	15,4 x	14,0 x
<b>FCF Yield Potential</b>		16,8 %	8,2 %	9,5 %	4,2 %	8,5 %	12,7 %	15,1 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-3,9	-7,1	-8,4	-5,1	-12,8	-17,6	-22,6
<b>ROE</b>		26,0 %	22,6 %	17,4 %	2,4 %	10,0 %	14,2 %	13,9 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		43,6 %	31,9 %	25,0 %	3,0 %	14,0 %	24,4 %	27,3 %
<b>Guidance:</b>	n.a.							

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



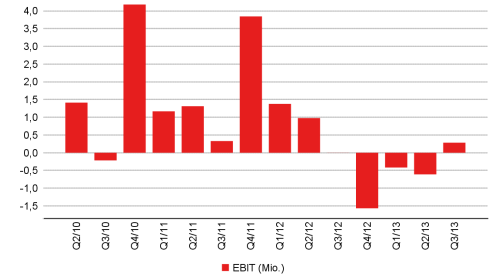
Quelle: Warburg Research

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



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

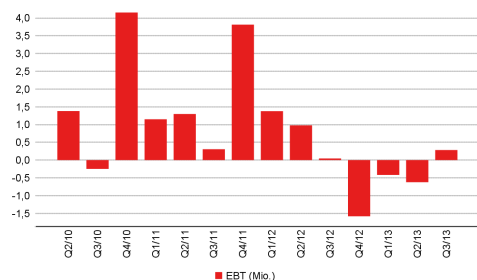
## Unternehmenshintergrund

- 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

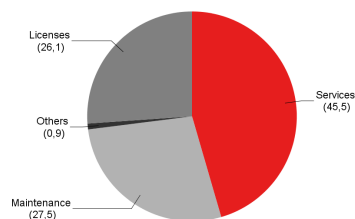
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern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



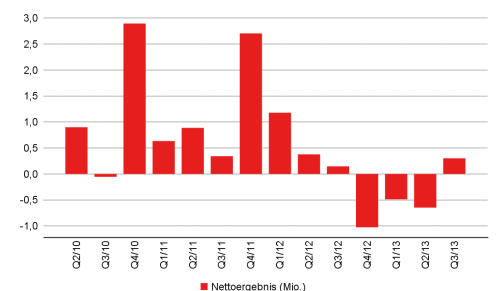
Quelle: Warburg Research

**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
	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Umsatz	38,8	40,5	44,5	47,6	50,0	52,5	55,2	57,9	60,8	63,8	67,0	68,7	70,4	
Umsatzwachstum	36,5 %	4,3 %	10,0 %	7,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	4,4	7,3	8,0	8,6	9,0	9,5	9,9	10,4	10,9	11,5	12,1	12,4	12,7	
EBIT-Marge	11,3 %	17,9 %	17,9 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	18,0 %	
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	3,1	5,1	5,7	6,1	6,4	6,7	7,0	7,4	7,8	8,2	8,6	8,8	9,0	
Abschreibungen	2,5	2,6	2,9	2,4	2,5	2,6	2,2	1,7	1,8	0,6	0,7	0,7	0,7	
Abschreibungsquote	6,5 %	6,5 %	6,5 %	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	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-0,5	0,5	1,2	1,4	-0,3	-0,4	-0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,4	0,4	
- Investitionen	1,4	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,2	0,6	0,7	0,7	0,7	
Investitionsquote	3,5 %	3,7 %	3,4 %	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)	4,8	5,8	5,9	4,1	7,7	8,2	8,1	6,8	7,8	7,5	7,9	8,4	8,6	9
Barwert FCF	4,8	5,3	4,9	3,2	5,4	5,3	4,8	3,7	3,8	3,4	3,3	3,2	3,0	44
Anteil der Barwerte	15,48 %			39,91 %										44,61 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
Fremdkapitalzins	4,2 %	Liquidität	1,30
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,40
		Sonstiges	1,30
<b>WACC</b>	<b>9,32 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,24</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2025e	54		
Terminal Value	44		
Zinstr. Verbindlichkeiten	3		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	9	Aktienzahl (Mio.)	1,9
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>102</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>53,75</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
1,42	10,3 %	45,83	46,32	46,85	47,41	48,00	48,64	49,32	1,42	10,3 %	43,54	44,83	46,12	47,41	48,69	49,98	51,27
1,33	9,8 %	48,48	49,06	49,69	50,36	51,08	51,85	52,68	1,33	9,8 %	46,24	47,61	48,99	50,36	51,74	53,11	54,49
1,29	9,6 %	49,93	50,57	51,26	52,00	52,79	53,64	54,56	1,29	9,6 %	47,73	49,15	50,58	52,00	53,42	54,85	56,27
1,24	9,3 %	51,47	52,18	52,94	53,75	54,63	55,58	56,60	1,24	9,3 %	49,33	50,80	52,28	53,75	55,23	56,71	58,18
1,19	9,1 %	53,13	53,91	54,74	55,64	56,62	57,67	58,81	1,19	9,1 %	51,05	52,58	54,11	55,64	57,18	58,71	60,24
1,15	8,8 %	54,90	55,76	56,68	57,68	58,76	59,94	61,22	1,15	8,8 %	52,91	54,50	56,09	57,68	59,27	60,87	62,46
1,06	8,3 %	58,85	59,91	61,05	62,29	63,64	65,12	66,74	1,06	8,3 %	57,10	58,83	60,56	62,29	64,01	65,74	67,47

- Mit gut 20% hat GK in 2011 eine für Software-Unternehmen hohe EBIT-Marge erreicht
- Aufgrund verschobener Projekte wird 2012/13 mit einer geringen Marge gerechnet
- In 2014ff wird unter der Annahme von weiteren Projektabschlüssen mit einer Margenerholung gerechnet.
- Das Mittelfristige Margenziel bleibt etwa 20%.

<b>Wertermittlung</b>							
	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>	<b>2015e</b>
KBV	2,1 x	3,4 x	2,8 x	2,4 x	2,3 x	2,1 x	1,8 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,58	9,12	10,44	9,67	13,04	15,95	19,26
EV / Umsatz	1,2 x	2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,7 x	1,5 x	1,3 x
EV / EBITDA	4,5 x	9,4 x	8,1 x	22,4 x	9,6 x	6,2 x	5,2 x
EV / EBIT	5,7 x	11,7 x	10,5 x	81,4 x	15,2 x	8,5 x	7,1 x
EV / EBIT adj.*	5,7 x	11,7 x	10,5 x	81,4 x	15,2 x	8,5 x	7,1 x
Kurs / FCF	9,7 x	n.a.	34,0 x	68,2 x	16,6 x	13,7 x	13,5 x
KGV	9,0 x	18,4 x	17,1 x	101,4 x	25,4 x	15,4 x	14,0 x
KGV ber.*	9,0 x	18,4 x	17,1 x	101,4 x	25,4 x	15,4 x	14,0 x
Dividendenrendite	5,3 %	1,0 %	1,1 %	1,3 %	1,2 %	1,2 %	1,2 %
Free Cash Flow Yield Potential	16,8 %	8,2 %	9,5 %	4,2 %	8,5 %	12,7 %	15,1 %
*Adjustiert um:	-						

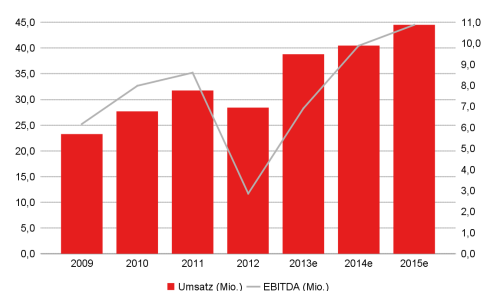
**GuV**

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatz</b>	<b>23,3</b>	<b>27,7</b>	<b>31,8</b>	<b>28,4</b>	<b>38,8</b>	<b>40,5</b>	<b>44,5</b>
Veränd. Umsatz yoy	54,9 %	19,0 %	14,7 %	-10,5 %	36,5 %	4,3 %	10,0 %
Bestandsveränderungen	-0,9	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,8	-0,9
Aktivierete Eigenleistungen	1,1	0,6	1,5	0,7	1,9	2,0	2,2
<b>Gesamterlöse</b>	<b>23,5</b>	<b>28,3</b>	<b>33,2</b>	<b>29,0</b>	<b>40,0</b>	<b>41,7</b>	<b>45,9</b>
Materialaufwand	0,6	1,5	0,6	0,7	2,2	2,3	2,5
<b>Rohertrag</b>	<b>22,9</b>	<b>26,8</b>	<b>32,6</b>	<b>28,4</b>	<b>37,8</b>	<b>39,4</b>	<b>43,4</b>
<b>Rohertragsmarge</b>	<b>98,4 %</b>	<b>96,8 %</b>	<b>102,8 %</b>	<b>99,8 %</b>	<b>97,4 %</b>	<b>97,4 %</b>	<b>97,4 %</b>
Personalaufwendungen	12,1	14,8	18,6	19,8	26,6	25,1	27,6
Sonstige betriebliche Erträge	0,8	1,4	0,7	1,7	1,9	2,0	2,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,4	5,3	6,2	7,4	6,2	6,5	7,1
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>2,9</b>	<b>6,9</b>	<b>9,9</b>	<b>10,9</b>
<b>Marge</b>	<b>26,5 %</b>	<b>28,8 %</b>	<b>27,1 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>17,8 %</b>	<b>24,4 %</b>	<b>24,4 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,4	0,6	0,6	1,0	1,0	1,1
<b>EBITA</b>	<b>5,8</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>2,2</b>	<b>5,9</b>	<b>8,9</b>	<b>9,8</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6	1,8
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>0,8</b>	<b>4,4</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>
<b>Marge</b>	<b>21,0 %</b>	<b>23,2 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>17,9 %</b>	<b>17,9 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>4,9</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>0,8</b>	<b>4,4</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>
Zinserträge	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,1	0,3	0,3	0,2	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>5,0</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>0,8</b>	<b>4,4</b>	<b>7,3</b>	<b>8,0</b>
<b>Marge</b>	<b>21,6 %</b>	<b>22,8 %</b>	<b>20,7 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>11,3 %</b>	<b>17,9 %</b>	<b>17,9 %</b>
Steuern gesamt	1,5	1,8	2,0	0,1	1,3	2,1	2,3
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</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>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>3,5</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>
<b>Marge</b>	<b>15,1 %</b>	<b>16,1 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>12,7 %</b>	<b>12,7 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
<b>EPS</b>	<b>2,11</b>	<b>2,68</b>	<b>2,55</b>	<b>0,38</b>	<b>1,65</b>	<b>2,72</b>	<b>3,00</b>
EPS adj.	2,11	2,68	2,55	0,38	1,65	2,72	3,00

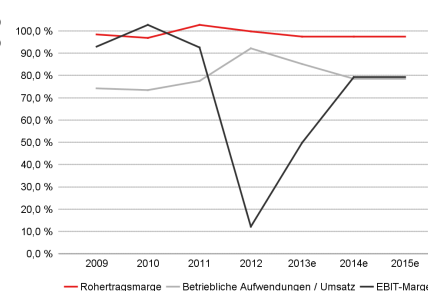
\*Adjustiert um:

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

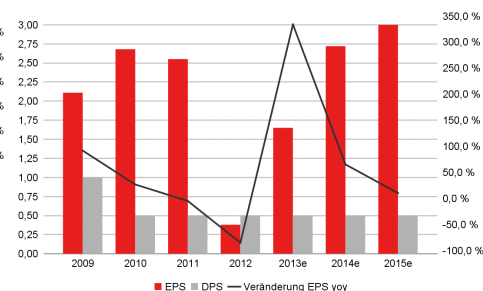
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	74,3 %	73,5 %	77,6 %	92,1 %	85,2 %	78,6 %	78,6 %
Operating Leverage	2,2 x	1,7 x	0,2 x	8,4 x	12,5 x	15,2 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	53,2 x	26,1 x	31,2 x	14,9 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	30,1 %	29,1 %	30,5 %	17,6 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	47,3 %	18,7 %	19,6 %	132,4 %	30,4 %	18,3 %	16,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	86.211	85.460	79.781	70.022	93.702	95.842	103.359

**Umsatz, EBITDA**  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

**Operative Performance**  
in %

Quelle: Warburg Research

**Ergebnis je Aktie**

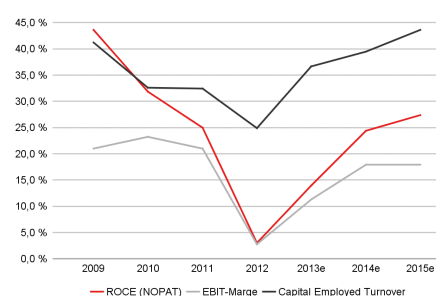
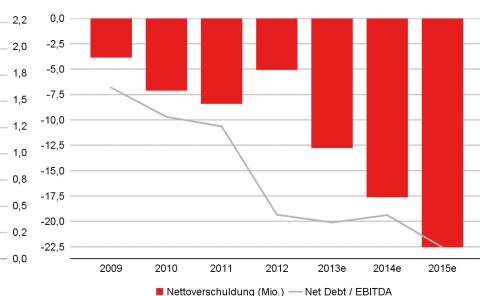
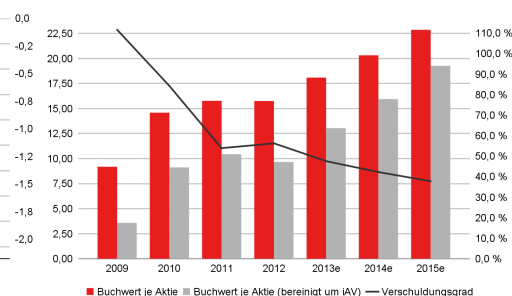
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,3	9,1	9,5	10,9	9,5	8,3	6,8
davon übrige imm. VG	2,9	2,7	3,1	4,5	3,1	1,8	0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Sachanlagen	3,4	4,0	4,1	4,9	5,1	5,2	5,2
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>12,7</b>	<b>13,2</b>	<b>13,7</b>	<b>15,8</b>	<b>14,6</b>	<b>13,5</b>	<b>12,0</b>
Vorräte	0,0	0,0	0,0	1,0	4,3	4,5	4,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	5,8	14,1	11,9	11,6	8,2	8,5	9,4
Liquide Mittel	10,6	13,4	13,9	10,3	18,0	22,8	27,7
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	3,1	4,1	4,0	5,4	5,4	5,4	5,4
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>19,6</b>	<b>31,6</b>	<b>29,8</b>	<b>28,3</b>	<b>35,8</b>	<b>41,2</b>	<b>47,4</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>32,4</b>	<b>44,8</b>	<b>43,5</b>	<b>44,1</b>	<b>50,4</b>	<b>54,6</b>	<b>59,5</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
Kapitalrücklage	7,8	13,9	14,2	14,4	18,0	18,0	18,0
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	2,2	6,5	11,2
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	5,8	8,6	12,2	12,0	12,0	12,0	12,1
Buchwert	15,3	24,3	28,2	28,2	34,2	38,4	43,2
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>15,3</b>	<b>24,3</b>	<b>28,2</b>	<b>28,2</b>	<b>34,2</b>	<b>38,4</b>	<b>43,2</b>
Rückstellungen gesamt	2,1	1,4	1,8	4,6	4,6	4,6	4,6
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,3	0,2	1,7	1,7	1,7	1,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	6,7	6,0	5,2	3,5	3,5	3,5	3,5
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,7	0,7	0,8	2,2	2,2	2,2	2,2
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,8	0,5	0,3	0,8	1,2	1,2	1,3
Sonstige Verbindlichkeiten	7,5	12,6	7,9	6,9	6,9	6,9	6,9
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>17,1</b>	<b>20,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>16,2</b>	<b>16,2</b>	<b>16,3</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>32,4</b>	<b>44,8</b>	<b>43,5</b>	<b>44,1</b>	<b>50,4</b>	<b>54,6</b>	<b>59,5</b>

**Kennzahlen**

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	3,7 x	2,5 x	2,1 x	1,8 x	2,5 x	2,5 x	2,6 x
Capital Employed Turnover	2,0 x	1,6 x	1,6 x	1,2 x	1,8 x	1,9 x	2,2 x
ROA	27,6 %	34,0 %	33,4 %	4,3 %	21,3 %	38,3 %	47,0 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	43,6 %	31,9 %	25,0 %	3,0 %	14,0 %	24,4 %	27,3 %
ROE	26,0 %	22,6 %	17,4 %	2,4 %	10,0 %	14,2 %	13,9 %
Adj. ROE	26,0 %	22,6 %	17,4 %	2,4 %	10,0 %	14,2 %	13,9 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-3,9	-7,1	-8,4	-5,1	-12,8	-17,6	-22,6
Nettofinanzverschuldung	-3,9	-7,5	-8,6	-6,8	-14,5	-19,3	-24,3
Net Gearing	-25,3 %	-29,3 %	-29,8 %	-18,0 %	-37,4 %	-45,9 %	-52,2 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-63,4 %	-93,4 %	-100,2 %	-237,5 %	-209,5 %	-195,4 %	-222,9 %
Buchwert je Aktie	9,2	14,6	15,8	15,7	18,1	20,3	22,9
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	3,6	9,1	10,4	9,7	13,0	15,9	19,3

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

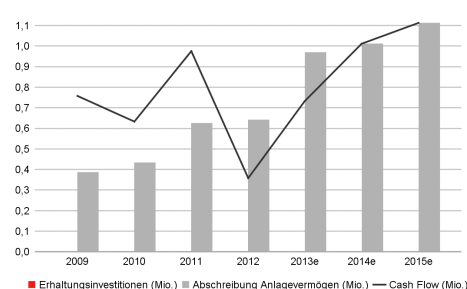
Quelle: Warburg Research

## Cash flow

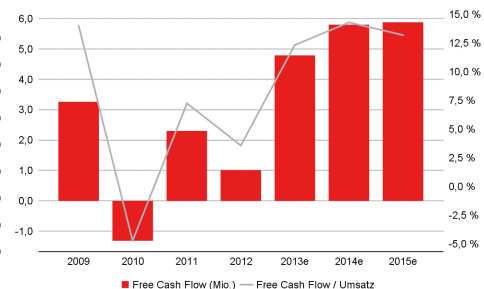
In EUR Mio.	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	3,5	4,5	4,6	0,7	3,1	5,1	5,7
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,4	0,6	0,6	1,0	1,0	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,6	1,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,0	-0,1	0,2	1,6	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	1,0	-1,0	0,8	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>5,8</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>2,8</b>	<b>5,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,6</b>
Veränderung Vorräte	0,7	0,0	0,0	0,1	-3,3	-0,2	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-2,8	-8,5	2,0	2,4	3,4	-0,3	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,9	5,3	-4,8	-2,2	0,4	0,0	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-0,2	-3,2	-2,8	0,3	0,5	-0,5	-1,2
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>5,7</b>	<b>1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>3,1</b>	<b>6,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,4</b>
Investitionen in iAV	-1,2	-1,9	-1,7	-0,9	-0,2	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-1,2	-1,1	-0,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,6	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,4	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-9,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,5</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	5,5	-0,7	-0,7	-1,8	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-1,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	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>5,5</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>-0,9</b>	<b>-0,9</b>
Veränderung liquide Mittel	1,8	2,8	0,4	-3,6	7,7	4,9	4,9
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>10,6</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>	<b>10,3</b>	<b>18,0</b>	<b>22,8</b>	<b>27,7</b>

## Kennzahlen

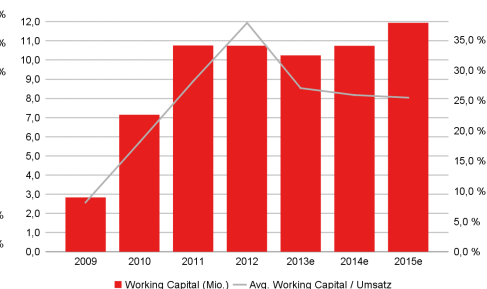
	2009	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
<b>Kapitalfluss</b>							
Free Cash Flow	3,3	-1,3	2,3	1,0	4,8	5,8	5,9
Free Cash Flow / Umsatz	14,0 %	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	12,3 %	14,3 %	13,2 %
Free Cash Flow Potential	4,7	6,1	6,6	2,7	5,6	7,8	8,6
Free Cash Flow / Umsatz	14,0 %	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	12,3 %	14,3 %	13,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	92,7 %	-29,4 %	50,4 %	149,7 %	153,9 %	112,5 %	103,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,7 %	1,5 %	1,4 %	1,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	2,9 %	4,8 %	4,9 %	4,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	10,3 %	10,8 %	7,7 %	7,2 %	3,5 %	3,7 %	3,4 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	187,6 %	192,6 %	125,7 %	99,2 %	53,7 %	56,6 %	51,5 %
Avg. Working Capital / Umsatz	8,2 %	18,0 %	28,2 %	37,8 %	27,1 %	25,9 %	25,5 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	755,3 %	2964,1 %	3630,7 %	1379,5 %	683,3 %	708,3 %	723,1 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	n.a.	0,7 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x
Receivables collection period (Tage)	92	186	137	149	77	77	77
Payables payment period (Tage)	504	113	197	457	203	195	192
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	n.a.	-252	499	517	527

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 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 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 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 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%** halten
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreuen**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt haben, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging. Die Warburg Research GmbH bezieht eine indirekte Vergütung aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO KGaA.
- 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	96	48
Halten	88	44
Verkaufen	12	6
Empf. ausgesetzt	5	2
<b>Gesamt</b>	<b>201</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	79	52
Halten	65	42
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	4	3
<b>Gesamt</b>	<b>153</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [18.12.2013]**


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>Roland Rapelius</b> Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
<b>Henner Rüschemier</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>Felix Ellmann</b> Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
<b>Jörg Philipp Frey</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
<b>Ulrich Huwald</b> Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
<b>Thilo Kleibauer</b> Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
<b>Torsten Klingner</b> Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
<b>Eggert Kuls</b> Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
<b>Frank Laser</b> Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
<b>Andreas Pläsier</b> Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com

<b>Malte Räther</b> Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
<b>Jochen Reichert</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
<b>Christopher Rodler</b> Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
<b>Malte Schaumann</b> Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
<b>Susanne Schwartze</b> Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
<b>Oliver Schwarz</b> Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
<b>Marc-René Tonn</b> Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
<b>Björn Voss</b> Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
<b>Andreas Wolf</b> Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@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, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
<b>Klaus Schilling</b> Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
<b>Christian Alisch</b> Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
<b>Tim Beckmann</b> United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
<b>Matthias Fritsch</b> United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
<b>Marie-Therese Grübner</b> France	+49 40 3282-2630 mgruebner@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>Philipp Stumpfegger</b> Australia, United Kingdom	+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>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

**Support**

<b>Katharina Merkel</b> Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@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 Schaper</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	<b>Kerstin Muthig</b> Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---