

**Halten** (alt: Halten)

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

**Kurs** EUR 47,30  
**Bloomberg** GKS GR  
**Reuters** GKSG  
**Branche** Software

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



Aktien Daten: 28.03.2011 / Schlusskurs

**Marktkapitalisierung:** EUR 78,8 Mio.  
**Enterprise Value (EV):** EUR 69,6 Mio.  
**Buchwert:** EUR 17,8 Mio.  
**Aktienanzahl:** 1,7 Mio.  
**Handelsvolumen Ø:** EUR 40,9 Tsd.

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

**Termine:**  
 Zahlen 2010 27.04.11  
 Zahlen Q1 26.05.11  
 HV 16.06.11  
 Zahlen Q2 30.08.11

| Änderung      | 2010e |      | 2011e |    | 2012e |    |
|---------------|-------|------|-------|----|-------|----|
|               | alt   | Δ%   | alt   | Δ% | alt   | Δ% |
| <b>Umsatz</b> | 26,7  | 3,7  | 32,0  | 0  | 36,8  | 0  |
| <b>EBIT</b>   | 5,0   | 12,1 | 6,3   | 0  | 7,2   | 0  |
| <b>EPS</b>    | 2,24  | 11,6 | 2,80  | 0  | 3,20  | 0  |

Analyse: Warburg Research  
 Publikationsdatum: 29.03.2011  
 Analyst: Felix Ellmann  
 +49 (0)40-309537-120  
 fellmann@warburg-research.com

**Starke Zahlen**

Am 28.03.11 gab die GK Software AG vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2010 bekannt. Diese **lagen oberhalb der Erwartungen**:

| GK Software - Q4 2010 |       |        |       |        |       |       |       |       |
|-----------------------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Angaben in Mio. EUR   | Q4/10 | Q4/10e | Q4/09 | yoy    | 2010  | 2010e | 2009  | yoy   |
| <b>Umsatz</b>         | 10,6  | 9,6    | 10,1  | 5,0%   | 27,7  | 26,7  | 23,3  | 19,0% |
| <b>EBIT</b>           | 3,3   | 2,7    | 4,2   | -21,1% | 5,6   | 5,0   | 4,9   | 13,6% |
| <b>Marge</b>          | 31,1% | 28,0%  | 41,3% |        | 20,0% | 18,5% | 21,0% |       |

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

Dem Unternehmen gelang es damit, nahtlos an den Wachstumstrend der Vorjahre anzuknüpfen. Die Basis für diese Ergebnisse waren der Gewinn neuer Großprojekte im In- und Ausland sowie die planmäßigen Fortschritte in den laufenden Projekten. Von besonderer Bedeutung war 2010 auch die Umsetzung des Großprojektes bei der EDEKA im Rahmen des LUNAR-Programmes, das **in Partnerschaft mit SAP** umgesetzt wird.

**Auf Grundlage der vorgelegten Zahlen bleiben die Prognosen für 2011ff unverändert.** GK Software sollte auch weiterhin von einer hohen Nachfrage nach schlanken und flexiblen IT-Lösungen für den Einzelhandel profitieren. Hier bietet die Gesellschaft absolut führende Produkte an. Dies belegen auch Partnerschaften und Referenzen. Zu den Kunden zählen: Coop (Schweiz), Douglas Parfümerie, EDEKA, Galeria Kaufhof, Hornbach, JYSK Nordic, Netto Marken-Discount, Lidl, Tchibo, T-Punkt oder X5 Retail Group.

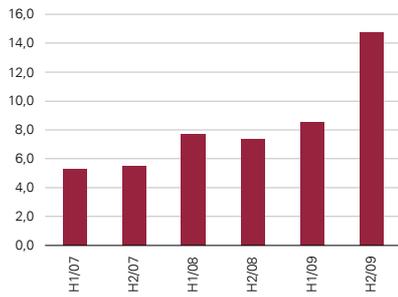
Zuletzt war es gelungen, einen namhaften Sportartikelhersteller aus Herzogenaurach als Kunden zu gewinnen. GK stattet weltweit über 2.000 eigene Filialen des Unternehmens mit Lösungen aus. Über Auftragsdetails haben beide Seiten Stillschweigen vereinbart. Damit gelang es in den letzten Jahren in beeindruckender Geschwindigkeit exzellente Kunden/Marken als Referenzen zu gewinnen. Es ist, auch mit dem Partner SAP im Rücken, davon auszugehen, dass sich dieser Trend fortsetzt.

Mit einem KGV von etwa 18 für das laufende Jahr und hohen Umsatzmultiplikatoren antizipiert die Bewertung jedoch bereits hohe Wachstumsraten. **Auf Basis des DCF-Modells lautet die Einschätzung für die Aktie weiter Halten. Das Kursziel beträgt EUR 53.**

| Geschäftsjahresende:             | 31.12.  |         |        |        |        |        |        |
|----------------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                                  | 2006    | 2007    | 2008   | 2009   | 2010e  | 2011e  | 2012e  |
| in EUR Mio                       |         |         |        |        |        |        |        |
| <b>Umsatz</b>                    | 7,1     | 10,7    | 15,0   | 23,3   | 27,7   | 32,0   | 36,8   |
| <i>Veränderung Umsatz yoy</i>    | 69,7 %  | 51,8 %  | 39,9 % | 54,9 % | 19,0 % | 15,5 % | 15,0 % |
| <b>Rohertrag</b>                 | 8,1     | 10,8    | 14,1   | 22,9   | 27,1   | 31,4   | 36,1   |
| <i>Rohertragsmarge</i>           | 115,1 % | 100,7 % | 93,6 % | 98,4 % | 98,0 % | 98,0 % | 98,0 % |
| <b>EBITDA</b>                    | 0,3     | 2,9     | 2,9    | 6,2    | 7,4    | 8,3    | 9,6    |
| <i>EBITDA-Marge</i>              | 27,4 %  | 26,6 %  | 19,4 % | 26,5 % | 26,5 % | 26,0 % | 26,0 % |
| <b>EBIT</b>                      | 0,0     | 2,3     | 2,2    | 4,9    | 5,6    | 6,3    | 7,2    |
| <i>EBIT-Marge</i>                | 22,6 %  | 21,7 %  | 14,6 % | 21,0 % | 20,0 % | 19,5 % | 19,5 % |
| <b>Jahresüberschuss</b>          | -0,7    | 1,6     | 1,6    | 3,5    | 4,2    | 4,7    | 5,3    |
| <b>EPS</b>                       | 6,18    | 312,26  | 1,10   | 2,11   | 2,50   | 2,80   | 3,20   |
| <b>Free Cash Flow je Aktie</b>   | 0,73    | -138,62 | -0,01  | 1,96   | 1,64   | 2,54   | 3,67   |
| <b>Dividende</b>                 | 5,33    | 36,86   | 0,00   | 1,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| <i>Dividendenrendite</i>         | 11,3 %  | 77,9 %  | n.a.   | 2,1 %  | n.a.   | n.a.   | n.a.   |
| <b>EV/Umsatz</b>                 | 10,6    | 7,0     | 5,0    | 3,2    | 2,7    | 2,2    | 1,7    |
| <b>EV/EBITDA</b>                 | 219,0   | 26,2    | 25,7   | 12,1   | 10,0   | 8,3    | 6,6    |
| <b>EV/EBIT</b>                   | n.a.    | 32,1    | 34,1   | 15,3   | 13,3   | 11,1   | 8,8    |
| <b>KGV</b>                       | 7,7     | 0,2     | 43,0   | 22,4   | 18,9   | 16,9   | 14,8   |
| <b>ROCE</b>                      | 151,2 % | 93,7 %  | 26,5 % | 27,8 % | 23,8 % | 23,3 % | 22,6 % |
| <b>Adj. Free Cash Flow Yield</b> | 2,6 %   | 3,8 %   | 3,9 %  | 8,2 %  | 10,0 % | 12,0 % | 15,1 % |

**Entwicklung Umsatz**

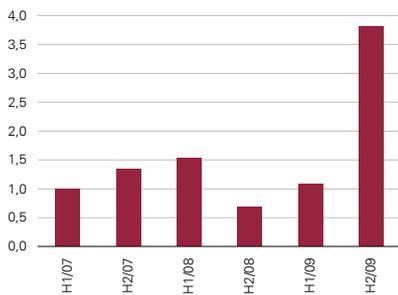
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Entwicklung EBIT**

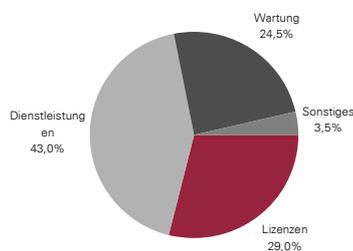
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Umsatz nach Arten**

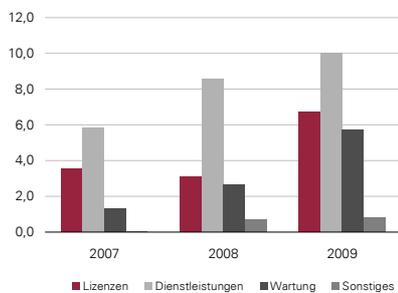
2009



Quelle: GK Software

**Umsaufteilung nach Arten**

in EUR Mio.



Quelle: GK Software

**Unternehmenshintergrund**

Die GK Software ist führender Softwareanbieter für den Einzelhandel. Die Zahl der Installationen der GK Software beträgt über 55.000 in 22 Ländern. Die Lösungen der GK Software ermöglichen es neben den Standardprozessen des Einzelhandels auch spezielle Anforderungen wie Bonusprogramme, Fiskalspeicherung und die nahtlose Integration in Backend-Lösungen zu gewährleisten.

Die Geschäftstätigkeit der GK Software AG gliedert sich in zwei Bereiche. Zum einen der Verkauf der Produktlizenzen und zum anderen die damit verbundenen Dienstleistungen.

**Wettbewerbsqualität**

Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:

- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden. Gleichzeitig ist sie hochgradig integrationsfähig. Das führt zu geringen Implementationskosten.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern der GK in Ausschreibungen niedrig kalkuliert und können in der Folge durch den Anbieter nicht in Time und Budget durchgeführt werden. Die hervorragenden Referenzen der GK Software (Hornbach, Kaufhof, Douglas, Netto, Tchibo, T-Punkt, Thalia, JYSK Nordic...) sprechen eine andere Sprache: Dank hohem Standardisierungsgrad und starker Fokussierung werden die Lösungen innerhalb von vergleichsweise schnellen 12-15 Monaten implementiert.
- Gleichzeitig liegen die Personalkosten bei GK Software rund 20% unter denen einer gleichwertigen Projektmannschaft eines großen Systemintegrators. Die geografisch günstige Lage und hochqualifizierte Mitarbeiter aus Osteuropa ermöglichen insgesamt systematisch niedrige Kosten, die an den preissensiblen Einzelhandelskunden weitergeleitet werden können.

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in EUR Mio.

|                                                                   | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010e       | 2011e       | 2012e       |
|-------------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Umsatz</b>                                                     | <b>7,1</b>  | <b>10,7</b> | <b>15,0</b> | <b>23,3</b> | <b>27,7</b> | <b>32,0</b> | <b>36,8</b> |
| Bestandsveränderungen                                             | 1,0         | 0,0         | -1,3        | -0,9        | -0,6        | -0,6        | -0,7        |
| Aktivierete Eigenleistungen                                       | 0,3         | 0,6         | 0,8         | 1,1         | 1,4         | 1,6         | 1,8         |
| <b>Gesamtleistung</b>                                             | <b>8,4</b>  | <b>11,3</b> | <b>14,6</b> | <b>23,5</b> | <b>28,5</b> | <b>33,0</b> | <b>37,9</b> |
| Materialaufwand                                                   | 0,2         | 0,5         | 0,5         | 0,6         | 1,4         | 1,6         | 1,8         |
| <b>Rohertrag</b>                                                  | <b>8,1</b>  | <b>10,8</b> | <b>14,1</b> | <b>22,9</b> | <b>27,1</b> | <b>31,4</b> | <b>36,1</b> |
| Personalaufwendungen                                              | 4,9         | 6,2         | 8,0         | 12,1        | 16,3        | 19,0        | 21,9        |
| Sonstige betriebliche Erträge                                     | 0,2         | 0,4         | 0,4         | 0,8         | 1,0         | 1,1         | 1,3         |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                                | 1,5         | 2,2         | 3,5         | 5,4         | 4,4         | 5,1         | 5,9         |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                                | <b>0,0</b>  |
| <b>EBITDA</b>                                                     | <b>0,3</b>  | <b>2,9</b>  | <b>2,9</b>  | <b>6,2</b>  | <b>7,4</b>  | <b>8,3</b>  | <b>9,6</b>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                                    | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,7         | 0,8         | 0,9         |
| <b>EBITA</b>                                                      | <b>0,1</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,6</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,5</b>  | <b>8,7</b>  |
| Abschreibungen auf iAV                                            | 0,1         | 0,2         | 0,4         | 0,9         | 1,1         | 1,3         | 1,5         |
| Goodwill-Abschreibung                                             | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBIT</b>                                                       | <b>0,0</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,2</b>  | <b>4,9</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,3</b>  | <b>7,2</b>  |
| Zinserträge                                                       | 0,1         | 0,0         | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| Zinsaufwendungen                                                  | 0,1         | 0,2         | 0,1         | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Finanzergebnis                                                    | 0,0         | -0,1        | 0,1         | 0,1         | 0,3         | 0,3         | 0,3         |
| <b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>0,0</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,3</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,6</b>  | <b>7,5</b>  |
| AO-Beitrag                                                        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>EBT</b>                                                        | <b>0,0</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,3</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,9</b>  | <b>6,6</b>  | <b>7,5</b>  |
| Steuern gesamt                                                    | 0,7         | 0,7         | 0,7         | 1,5         | 1,7         | 1,9         | 2,2         |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>           | <b>-0,7</b> | <b>1,6</b>  | <b>1,6</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,2</b>  | <b>4,7</b>  | <b>5,3</b>  |
| Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>                      | <b>-0,7</b> | <b>1,6</b>  | <b>1,6</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,2</b>  | <b>4,7</b>  | <b>5,3</b>  |
| Minority interest                                                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Jahresüberschuss</b>                                           | <b>-0,7</b> | <b>1,6</b>  | <b>1,6</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,2</b>  | <b>4,7</b>  | <b>5,3</b>  |

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

**Gewinn- und Verlustrechnung GK Software**

in % vom Umsatz

|                                                                   | 2006           | 2007           | 2008           | 2009           | 2010e          | 2011e          | 2012e          |
|-------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Umsatz</b>                                                     | <b>100,0 %</b> |
| Bestandsveränderungen                                             | 13,8 %         | 0,0 %          | -8,4 %         | -3,8 %         | -2,0 %         | -2,0 %         | -2,0 %         |
| Aktivierete Eigenleistungen                                       | 4,5 %          | 5,2 %          | 5,4 %          | 4,6 %          | 5,0 %          | 5,0 %          | 5,0 %          |
| <b>Gesamtleistung</b>                                             | <b>118,3 %</b> | <b>105,2 %</b> | <b>97,0 %</b>  | <b>100,8 %</b> | <b>103,0 %</b> | <b>103,0 %</b> | <b>103,0 %</b> |
| Materialaufwand                                                   | 3,2 %          | 4,5 %          | 3,4 %          | 2,4 %          | 5,0 %          | 5,0 %          | 5,0 %          |
| <b>Rohertrag</b>                                                  | <b>115,1 %</b> | <b>100,7 %</b> | <b>93,6 %</b>  | <b>98,4 %</b>  | <b>98,0 %</b>  | <b>98,0 %</b>  | <b>98,0 %</b>  |
| Personalaufwendungen                                              | 69,2 %         | 57,3 %         | 53,5 %         | 52,1 %         | 59,0 %         | 59,5 %         | 59,5 %         |
| Sonstige betriebliche Erträge                                     | 2,9 %          | 3,5 %          | 2,8 %          | 3,6 %          | 3,6 %          | 3,6 %          | 3,6 %          |
| Sonstige betriebliche Aufwendungen                                | 21,3 %         | 20,3 %         | 23,5 %         | 23,4 %         | 16,0 %         | 16,0 %         | 16,0 %         |
| Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen                                | <b>0,0 %</b>   |
| <b>EBITDA</b>                                                     | <b>4,8 %</b>   | <b>26,6 %</b>  | <b>19,4 %</b>  | <b>26,5 %</b>  | <b>26,6 %</b>  | <b>26,1 %</b>  | <b>26,1 %</b>  |
| Abschreibungen auf Sachanlagen                                    | 3,1 %          | 3,1 %          | 2,1 %          | 1,7 %          | 2,5 %          | 2,5 %          | 2,5 %          |
| <b>EBITA</b>                                                      | <b>1,7 %</b>   | <b>23,5 %</b>  | <b>17,4 %</b>  | <b>24,9 %</b>  | <b>24,1 %</b>  | <b>23,6 %</b>  | <b>23,6 %</b>  |
| Abschreibungen auf iAV                                            | 1,7 %          | 1,8 %          | 2,7 %          | 3,8 %          | 4,0 %          | 4,0 %          | 4,0 %          |
| Goodwill-Abschreibung                                             | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>EBIT</b>                                                       | <b>0,0 %</b>   | <b>21,7 %</b>  | <b>14,6 %</b>  | <b>21,0 %</b>  | <b>20,1 %</b>  | <b>19,6 %</b>  | <b>19,6 %</b>  |
| Zinserträge                                                       | 1,5 %          | 0,4 %          | 1,5 %          | 1,1 %          | 1,1 %          | 0,9 %          | 0,8 %          |
| Zinsaufwendungen                                                  | 1,2 %          | 1,5 %          | 0,9 %          | 0,5 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| Finanzergebnis                                                    | 0,3 %          | -1,1 %         | 0,6 %          | 0,6 %          | 1,1 %          | 0,9 %          | 0,8 %          |
| <b>Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b> | <b>0,3 %</b>   | <b>20,6 %</b>  | <b>15,2 %</b>  | <b>21,6 %</b>  | <b>21,1 %</b>  | <b>20,5 %</b>  | <b>20,4 %</b>  |
| AO-Beitrag                                                        | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>EBT</b>                                                        | <b>0,3 %</b>   | <b>20,6 %</b>  | <b>15,2 %</b>  | <b>21,6 %</b>  | <b>21,1 %</b>  | <b>20,5 %</b>  | <b>20,4 %</b>  |
| Steuern gesamt                                                    | 9,8 %          | 6,1 %          | 4,4 %          | 6,5 %          | 6,1 %          | 5,9 %          | 5,9 %          |
| <b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>           | <b>-9,5 %</b>  | <b>14,5 %</b>  | <b>10,8 %</b>  | <b>15,1 %</b>  | <b>15,0 %</b>  | <b>14,6 %</b>  | <b>14,5 %</b>  |
| Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)      | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>                      | <b>-9,5 %</b>  | <b>14,5 %</b>  | <b>10,8 %</b>  | <b>15,1 %</b>  | <b>15,0 %</b>  | <b>14,6 %</b>  | <b>14,5 %</b>  |
| Minority interest                                                 | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Jahresüberschuss</b>                                           | <b>-9,5 %</b>  | <b>14,5 %</b>  | <b>10,8 %</b>  | <b>15,1 %</b>  | <b>15,0 %</b>  | <b>14,6 %</b>  | <b>14,5 %</b>  |

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

**Bilanz GK Software**

in EUR Mio.

|                                            | 2006       | 2007        | 2008        | 2009        | 2010e       | 2011e       | 2012e       |
|--------------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Aktiva</b>                              |            |             |             |             |             |             |             |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | 0,7        | 1,1         | 1,6         | 9,3         | 8,3         | 7,4         | 6,0         |
| davon übrige imm. VG                       | 0,7        | 1,1         | 1,6         | 2,9         | 1,9         | 1,0         | -0,4        |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert           | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         |
| Sachanlagen                                | 0,3        | 2,6         | 2,6         | 3,4         | 2,9         | 3,0         | 2,2         |
| Finanzanlagen                              | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Anlagevermögen</b>                      | <b>1,0</b> | <b>3,7</b>  | <b>4,2</b>  | <b>12,7</b> | <b>11,2</b> | <b>10,4</b> | <b>8,2</b>  |
| Vorräte                                    | 2,0        | 2,0         | 0,7         | 0,0         | 3,1         | 3,6         | 4,1         |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 0,8        | 2,3         | 3,0         | 5,8         | 5,8         | 6,8         | 7,8         |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | 1,4        | 0,9         | 2,8         | 3,1         | 3,1         | 3,1         | 3,1         |
| Liquide Mittel                             | 2,5        | 2,9         | 8,9         | 10,6        | 11,7        | 15,9        | 22,0        |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>6,7</b> | <b>8,1</b>  | <b>15,4</b> | <b>19,6</b> | <b>23,7</b> | <b>29,5</b> | <b>37,1</b> |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                | <b>7,7</b> | <b>11,8</b> | <b>19,6</b> | <b>32,4</b> | <b>35,0</b> | <b>39,8</b> | <b>45,3</b> |
| <b>Passiva</b>                             |            |             |             |             |             |             |             |
| Gezeichnetes Kapital                       | 0,2        | 0,2         | 1,7         | 1,7         | 1,7         | 1,7         | 1,7         |
| Kapitalrücklage                            | 0,0        | 0,0         | 7,8         | 7,8         | 7,8         | 7,8         | 7,8         |
| Gewinnrücklagen                            | 0,2        | 0,2         | 0,0         | 0,0         | 2,5         | 7,2         | 12,5        |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten           | 1,1        | 1,7         | 2,2         | 5,8         | 5,8         | 5,8         | 5,8         |
| Buchwert                                   | 1,4        | 2,0         | 11,8        | 15,3        | 17,8        | 22,4        | 27,8        |
| Anteile Dritter                            | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Eigenkapital</b>                        | <b>1,4</b> | <b>2,0</b>  | <b>11,8</b> | <b>15,3</b> | <b>17,8</b> | <b>22,4</b> | <b>27,8</b> |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen     | 0,1        | 0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Rückstellungen gesamt                      | 1,3        | 1,8         | 1,1         | 2,1         | 2,1         | 2,1         | 2,1         |
| Zinstragende Verbindlichkeiten             | 0,0        | 1,4         | 1,3         | 6,7         | 6,7         | 6,7         | 6,7         |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen   | 0,2        | 0,2         | 0,5         | 0,8         | 0,9         | 1,1         | 1,2         |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | 4,8        | 6,4         | 5,0         | 7,5         | 7,5         | 7,5         | 7,5         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>6,3</b> | <b>9,7</b>  | <b>7,8</b>  | <b>17,1</b> | <b>17,2</b> | <b>17,4</b> | <b>17,5</b> |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>               | <b>7,7</b> | <b>11,8</b> | <b>19,6</b> | <b>32,4</b> | <b>35,0</b> | <b>39,8</b> | <b>45,3</b> |

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

**Bilanz GK Software**

in % der Bilanzsumme

|                                            | 2006           | 2007           | 2008           | 2009           | 2010e          | 2011e          | 2012e          |
|--------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Aktiva</b>                              |                |                |                |                |                |                |                |
| Immaterielle Vermögensgegenstände          | 9,3 %          | 9,6 %          | 8,3 %          | 28,8 %         | 23,8 %         | 18,6 %         | 13,2 %         |
| davon übrige imm. VG                       | 9,3 %          | 9,6 %          | 8,3 %          | 9,0 %          | 5,5 %          | 2,5 %          | -0,9 %         |
| davon Geschäfts- oder Firmenwert           | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 19,8 %         | 18,3 %         | 16,1 %         | 14,1 %         |
| Sachanlagen                                | 4,0 %          | 22,2 %         | 13,2 %         | 10,5 %         | 8,4 %          | 7,5 %          | 4,9 %          |
| Finanzanlagen                              | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Anlagevermögen</b>                      | <b>13,3 %</b>  | <b>31,8 %</b>  | <b>21,6 %</b>  | <b>39,3 %</b>  | <b>32,1 %</b>  | <b>26,1 %</b>  | <b>18,1 %</b>  |
| Vorräte                                    | 26,0 %         | 16,9 %         | 3,8 %          | 0,0 %          | 8,9 %          | 9,1 %          | 9,1 %          |
| Forderungen aus Lieferungen und Leistungen | 10,6 %         | 19,2 %         | 15,4 %         | 18,0 %         | 16,6 %         | 17,1 %         | 17,2 %         |
| Sonstige Vermögensgegenstände              | 18,7 %         | 7,6 %          | 14,2 %         | 9,7 %          | 9,0 %          | 7,9 %          | 7,0 %          |
| Liquide Mittel                             | 31,9 %         | 24,6 %         | 45,2 %         | 32,8 %         | 33,4 %         | 40,0 %         | 48,6 %         |
| <b>Umlaufvermögen</b>                      | <b>87,2 %</b>  | <b>68,3 %</b>  | <b>78,6 %</b>  | <b>60,6 %</b>  | <b>67,9 %</b>  | <b>74,1 %</b>  | <b>81,8 %</b>  |
| <b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>                | <b>100,0 %</b> |
| <b>Passiva</b>                             |                |                |                |                |                |                |                |
| Gezeichnetes Kapital                       | 2,0 %          | 1,3 %          | 8,5 %          | 5,1 %          | 4,8 %          | 4,2 %          | 3,7 %          |
| Kapitalrücklage                            | 0,0 %          | 0,0 %          | 40,0 %         | 24,2 %         | 22,4 %         | 19,7 %         | 17,3 %         |
| Gewinnrücklagen                            | 2,7 %          | 1,4 %          | 0,2 %          | 0,1 %          | 7,2 %          | 18,0 %         | 27,6 %         |
| Sonstige Eigenkapitalkomponenten           | 14,1 %         | 14,6 %         | 11,4 %         | 17,8 %         | 16,5 %         | 14,5 %         | 12,7 %         |
| Buchwert                                   | 18,7 %         | 17,3 %         | 60,1 %         | 47,2 %         | 50,8 %         | 56,4 %         | 61,3 %         |
| Anteile Dritter                            | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          | 0,0 %          |
| <b>Eigenkapital</b>                        | <b>18,7 %</b>  | <b>17,3 %</b>  | <b>60,1 %</b>  | <b>47,2 %</b>  | <b>50,8 %</b>  | <b>56,4 %</b>  | <b>61,3 %</b>  |
| Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen     | 0,8 %          | 0,5 %          | 0,2 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          | 0,1 %          |
| Rückstellungen gesamt                      | 17,4 %         | 15,3 %         | 5,4 %          | 6,5 %          | 6,1 %          | 5,3 %          | 4,7 %          |
| Zinstragende Verbindlichkeiten             | 0,0 %          | 11,7 %         | 6,4 %          | 20,8 %         | 19,2 %         | 16,9 %         | 14,8 %         |
| Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen   | 2,6 %          | 1,7 %          | 2,7 %          | 2,4 %          | 2,6 %          | 2,8 %          | 2,7 %          |
| Sonstige Verbindlichkeiten                 | 61,9 %         | 54,0 %         | 25,5 %         | 23,0 %         | 21,3 %         | 18,7 %         | 16,5 %         |
| <b>Verbindlichkeiten</b>                   | <b>81,8 %</b>  | <b>82,6 %</b>  | <b>40,0 %</b>  | <b>52,7 %</b>  | <b>49,2 %</b>  | <b>43,7 %</b>  | <b>38,6 %</b>  |
| <b>Bilanzsumme (Passiva)</b>               | <b>100,0 %</b> |

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

**Kapitalflussrechnung GK Software**

in EUR Mio.

|                                                  | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010e       | 2011e       | 2012e       |
|--------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Jahresüberschuss/ -fehlbetrag                    | 0,9         | 1,6         | 1,6         | 3,5         | 4,2         | 4,7         | 5,3         |
| Abschreibung Anlagevermögen                      | 0,2         | 0,3         | 0,3         | 0,4         | 0,7         | 0,8         | 0,9         |
| Amortisation Goodwill                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände   | 0,1         | 0,2         | 0,4         | 0,9         | 1,1         | 1,3         | 1,5         |
| Veränderung langfristige Rückstellungen          | 0,5         | -0,1        | 0,3         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen | 0,6         | 0,2         | -0,4        | 1,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow</b>                                 | <b>2,3</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,2</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,0</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,7</b>  |
| Veränderung Vorräte                              | -1,0        | 0,0         | 1,3         | 0,7         | -3,1        | -0,5        | -0,5        |
| Veränderung Forderungen aus L+L                  | -0,8        | -1,6        | -1,2        | -2,8        | 0,0         | -1,0        | -1,0        |
| Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen     | 0,2         | 1,3         | -1,1        | 1,9         | 0,1         | 0,2         | 0,1         |
| Veränderung sonstige Working Capital Posten      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Veränderung Working Capital                      | -1,5        | -0,2        | -1,0        | -0,2        | -2,9        | -1,3        | -1,4        |
| <b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>        | <b>0,8</b>  | <b>1,9</b>  | <b>1,2</b>  | <b>5,7</b>  | <b>3,0</b>  | <b>5,4</b>  | <b>6,3</b>  |
| CAPEX                                            | -0,7        | -2,6        | -1,2        | -2,4        | -0,3        | -1,2        | -0,2        |
| Zugänge aus Akquisitionen                        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | -6,4        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Finanzanlageninvestitionen                       | 0,0         | 0,0         | -1,4        | -0,6        | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Erlöse aus Anlageabgängen                        | 0,0         | 0,6         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>       | <b>-0,7</b> | <b>-2,0</b> | <b>-2,6</b> | <b>-9,4</b> | <b>-0,3</b> | <b>-1,2</b> | <b>-0,2</b> |
| Veränderung Finanzverbindlichkeiten              | 0,0         | 1,4         | -0,1        | 5,5         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Dividende Vorjahr                                | 0,0         | -0,8        | -0,2        | 0,0         | -1,7        | 0,0         | 0,0         |
| Erwerb eigener Aktien                            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Kapitalmaßnahmen                                 | 0,0         | 0,0         | 8,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sonstiges                                        | 0,0         | 0,0         | -0,5        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>      | <b>0,0</b>  | <b>0,6</b>  | <b>7,3</b>  | <b>5,5</b>  | <b>-1,7</b> | <b>0,0</b>  | <b>0,0</b>  |
| Veränderung liquide Mittel                       | 0,1         | 0,4         | 5,9         | 1,8         | 1,1         | 4,2         | 6,1         |
| <b>Effekte aus Wechselkursänderungen</b>         | <b>0,0</b>  |
| <b>Endbestand liquide Mittel</b>                 | <b>2,5</b>  | <b>2,9</b>  | <b>8,9</b>  | <b>10,6</b> | <b>11,7</b> | <b>15,9</b> | <b>22,0</b> |

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

## Kennzahlen GK Software

|                                          | 2006      | 2007     | 2008    | 2009    | 2010e   | 2011e   | 2012e   |
|------------------------------------------|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Operative Effizienz</b>               |           |          |         |         |         |         |         |
| Betriebliche Aufwendungen / Umsatz       | 90,8 %    | 78,6 %   | 77,6 %  | 74,3 %  | 76,5 %  | 77,0 %  | 77,0 %  |
| Umsatz je Mitarbeiter                    | 58.025    | 66.326   | 81.238  | 86.211  | 97.707  | 110.662 | 124.766 |
| EBITDA je Mitarbeiter                    | 15.918    | 17.648   | 15.762  | 22.856  | 25.940  | 28.826  | 32.500  |
| EBIT-Marge                               | 22,6 %    | 21,7 %   | 14,6 %  | 21,0 %  | 20,0 %  | 19,5 %  | 19,5 %  |
| EBITDA / Operating Assets                | -290,3 %  | 89,7 %   | 82,0 %  | 98,8 %  | 84,6 %  | 83,0 %  | 89,9 %  |
| ROA                                      | 90,4 %    | 41,7 %   | 38,5 %  | 27,6 %  | 37,0 %  | 44,9 %  | 64,9 %  |
| <b>Kapitaleffizienz</b>                  |           |          |         |         |         |         |         |
| Plant Turnover                           | 23,1      | 4,1      | 5,8     | 6,8     | 9,5     | 10,8    | 16,7    |
| Operating Assets Turnover                | -10,6     | 3,4      | 4,2     | 3,7     | 3,2     | 3,2     | 3,5     |
| Capital Employed Turnover                | 4,7       | 3,1      | 1,1     | 1,1     | 1,1     | 1,1     | 1,1     |
| <b>Kapitalverzinsung</b>                 |           |          |         |         |         |         |         |
| ROCE                                     | 151,2 %   | 93,7 %   | 26,5 %  | 27,8 %  | 23,8 %  | 23,3 %  | 22,6 %  |
| EBITDA / Avg. Capital Employed           | 183,5 %   | 114,9 %  | 35,2 %  | 35,1 %  | 31,5 %  | 31,0 %  | 30,1 %  |
| ROE                                      | 64,4 %    | 76,5 %   | 13,8 %  | 23,0 %  | 23,4 %  | 20,7 %  | 19,2 %  |
| Jahresüberschuss / Avg. EK               | 93,0 %    | 89,7 %   | 23,5 %  | 26,0 %  | 25,1 %  | 23,1 %  | 21,2 %  |
| Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK | 93,0 %    | 89,7 %   | 23,5 %  | 26,0 %  | 25,1 %  | 23,1 %  | 21,2 %  |
| ROIC                                     | 31,4 %    | 28,2 %   | 11,2 %  | 14,2 %  | 15,3 %  | 14,6 %  | 14,3 %  |
| <b>Solvanz</b>                           |           |          |         |         |         |         |         |
| Nettoverschuldung                        | -2,5      | -1,5     | -7,6    | -3,9    | -5,0    | -9,2    | -15,3   |
| Net Gearing                              | -170,5 %  | -74,9 %  | -64,5 % | -25,6 % | -28,0 % | -41,0 % | -55,1 % |
| Buchwert EK / Buchwert Finanzv.          | 72000,0 % | 148,3 %  | 938,1 % | 227,5 % | 264,6 % | 333,8 % | 412,9 % |
| Current ratio                            | 1,4       | 1,2      | 2,7     | 2,2     | 2,6     | 3,2     | 3,9     |
| Acid Test Ratio                          | 0,7       | 0,7      | 2,2     | 1,8     | 1,8     | 2,3     | 2,9     |
| EBITDA / Zinsaufwand                     | 23,4      | 17,9     | 20,7    | 53,2    | n.a.    | n.a.    | n.a.    |
| Netto Zinsdeckung                        | n.a.      | 20,2     | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    | n.a.    |
| <b>Kapitalfluss</b>                      |           |          |         |         |         |         |         |
| Free Cash Flow                           | 0,1       | -0,7     | 0,0     | 3,3     | 2,7     | 4,2     | 6,1     |
| Free Cash Flow / Umsatz                  | 1,6 %     | -6,5 %   | -0,1 %  | 14,0 %  | 9,9 %   | 13,2 %  | 16,6 %  |
| Adj. Free Cash Flow                      | 1,9       | 2,9      | 2,9     | 6,2     | 7,4     | 8,3     | 9,6     |
| Adj. Free Cash Flow / Umsatz             | 14,3 %    | 16,7 %   | 14,1 %  | 16,8 %  | 17,9 %  | 17,6 %  | 17,6 %  |
| Free Cash Flow / Jahresüberschuss        | 11,9 %    | -44,4 %  | -0,7 %  | 92,7 %  | 65,7 %  | 90,7 %  | 114,7 % |
| Zinserträge / Avg. Cash                  | 4,3 %     | 1,7 %    | 3,9 %   | 2,7 %   | 2,7 %   | 2,2 %   | 1,6 %   |
| Zinsaufwand / Avg. Debt                  | 4150,0 %  | 23,2 %   | 10,7 %  | 2,9 %   | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   |
| Ausschüttungsquote                       | 86,2 %    | 11,8 %   | 0,0 %   | 47,3 %  | 0,0 %   | 0,0 %   | 0,0 %   |
| <b>Mittelverwendung</b>                  |           |          |         |         |         |         |         |
| Investitionsquote                        | 9,2 %     | 24,3 %   | 17,2 %  | 12,8 %  | 1,1 %   | 3,8 %   | 0,6 %   |
| Maint. Capex / Umsatz                    | 3,1 %     | 3,1 %    | 2,0 %   | 1,7 %   | 2,5 %   | 2,5 %   | 2,5 %   |
| CAPEX / Abschreibungen                   | 190,9 %   | 496,2 %  | 359,9 % | 231,9 % | 16,7 %  | 58,3 %  | 8,8 %   |
| Avg. Working Capital / Umsatz            | -7,7 %    | 5,7 %    | 7,6 %   | 9,2 %   | 15,9 %  | 20,4 %  | 21,4 %  |
| Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL  | 412,1 %   | 1142,9 % | 574,7 % | 755,3 % | 644,4 % | 618,2 % | 650,0 % |
| Inventory processing period (Tage)       | 103       | 67,9     | 17,9    | n.a.    | 40,6    | 40,6    | 40,6    |
| Receivables collection period (Tage)     | 42,1      | 76,9     | 77,0    | 77,0    | 77,0    | 77,0    | 77,0    |
| Payables payment period (Tage)           | 10,2      | 6,7      | 12,8    | 12,1    | 12,1    | 12,1    | 12,1    |
| Cash conversion cycle (Tage)             | -50,3     | 19,2     | 27,0    | n.a.    | 75,9    | 79,9    | 83,2    |
| <b>Bewertung</b>                         |           |          |         |         |         |         |         |
| Dividendenrendite                        | 11,3 %    | 77,9 %   | n.a.    | 2,1 %   | n.a.    | n.a.    | n.a.    |
| P/B                                      | 54,7      | 38,6     | 6,7     | 5,1     | 4,4     | 3,5     | 2,8     |
| EV/sales                                 | 10,6      | 7,0      | 5,0     | 3,2     | 2,7     | 2,2     | 1,7     |
| EV/EBITDA                                | 219,0     | 26,2     | 25,7    | 12,1    | 10,0    | 8,3     | 6,6     |
| EV/EBIT                                  | n.a.      | 32,1     | 34,1    | 15,3    | 13,3    | 11,1    | 8,8     |
| EV/FCF                                   | 680,8     | n.m.     | n.m.    | 23,0    | 27,1    | 16,5    | 10,4    |
| P/E                                      | 7,7       | 0,2      | 43,0    | 22,4    | 18,9    | 16,9    | 14,8    |
| P/CF                                     | 34,4      | 37,1     | 35,2    | 13,5    | 13,2    | 11,7    | 10,2    |
| Adj. Free Cash Flow Yield                | 3,1 %     | 2,8 %    | 3,0 %   | 7,8 %   | 8,1 %   | 9,7 %   | 12,1 %  |

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

**Free Cash Flow Yield - GK Software**

| Angaben in Mio. EUR                  | 2007         | 2008         | 2009         | 2010e        | 2011e        | 2012e        |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Jahresüberschuss                     | 1,6          | 1,6          | 3,5          | 4,2          | 4,7          | 5,3          |
| + Abschreibung + Amortisation        | 0,5          | 0,7          | 1,3          | 1,8          | 2,1          | 2,4          |
| - Zinsergebnis (netto)               | -0,1         | 0,1          | 0,1          | 0,3          | 0,3          | 0,3          |
| + Steuern                            | 0,7          | 0,7          | 1,5          | 1,7          | 1,9          | 2,2          |
| - Erhaltungsinvestitionen            | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| + Sonstiges                          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>= Adjustierter Free Cash Flow</b> | <b>2,9</b>   | <b>2,9</b>   | <b>6,2</b>   | <b>7,4</b>   | <b>8,3</b>   | <b>9,6</b>   |
| Adjustierter Free Cash Flow Yield    | 3,8%         | 3,9%         | 8,2%         | 10,0%        | 12,0%        | 15,1%        |
| Fairer Free Cash Flow Yield          | 10,0%        | 10,0%        | 10,0%        | 10,0%        | 10,0%        | 10,0%        |
| <b>= Enterprise Value</b>            | <b>74,9</b>  | <b>74,9</b>  | <b>74,9</b>  | <b>73,8</b>  | <b>69,6</b>  | <b>63,5</b>  |
| <b>= Fairer Enterprise Value</b>     | <b>28,6</b>  | <b>29,2</b>  | <b>61,7</b>  | <b>73,5</b>  | <b>83,4</b>  | <b>95,9</b>  |
| - Nettoverschuldung (Cash)           | -3,9         | -3,9         | -3,9         | -5,0         | -9,2         | -15,3        |
| - Pensionsverbindlichkeiten          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| - Sonstige                           | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>= Faire Marktkapitalisierung</b>  | <b>32,5</b>  | <b>33,0</b>  | <b>65,6</b>  | <b>78,5</b>  | <b>92,5</b>  | <b>111,1</b> |
| Aktienanzahl (Mio.)                  | 1,7          | 1,7          | 1,7          | 1,7          | 1,7          | 1,7          |
| <b>= Fairer Wert je Aktie (EUR)</b>  | <b>19,49</b> | <b>19,84</b> | <b>39,39</b> | <b>47,13</b> | <b>55,56</b> | <b>66,74</b> |
| Premium (-) / Discount (+) in %      | -58,8%       | -58,1%       | -16,7%       | -0,4%        | 17,5%        | 41,1%        |

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

|                |              |              |              |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 13,0%        | 15,53        | 15,80        | 30,83        | 36,94        | 44,01        | 53,45        |
|                | 12,0%        | 16,63        | 16,92        | 33,21        | 39,77        | 47,22        | 57,14        |
| Fairer         | 11,0%        | 17,93        | 18,24        | 36,02        | 43,11        | 51,01        | 61,50        |
| Free Cash Flow | <b>10,0%</b> | <b>19,49</b> | <b>19,84</b> | <b>39,39</b> | <b>47,13</b> | <b>55,56</b> | <b>66,74</b> |
| Yield          | 9,0%         | 21,40        | 21,78        | 43,50        | 52,04        | 61,12        | 73,13        |
|                | 8,0%         | 23,79        | 24,22        | 48,65        | 58,17        | 68,08        | 81,13        |
|                | 7,0%         | 26,85        | 27,34        | 55,27        | 66,06        | 77,02        | 91,41        |

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

## DCF Modell - GK Software

| Angaben in Mio. EUR               | 2010e | 2011e | 2012e | 2013e | 2014e | 2015e | 2016e | 2017e | 2018e | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e | 2023e |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Umsatz                            | 27,7  | 32,0  | 36,8  | 42,3  | 48,7  | 55,0  | 61,6  | 66,5  | 69,8  | 73,3  | 77,0  | 80,9  | 84,9  | 87,0  |
| Veränderung                       | 19,0% | 15,5% | 15,0% | 15,0% | 15,0% | 13,0% | 12,0% | 8,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 5,0%  | 2,5%  |
| EBIT                              | 5,6   | 6,3   | 7,2   | 8,5   | 9,7   | 11,0  | 12,3  | 13,3  | 14,0  | 14,7  | 15,4  | 16,2  | 17,0  | 17,4  |
| EBIT-Marge                        | 20,0% | 19,5% | 19,5% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% | 20,0% |
| Steuerquote                       | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% | 29,0% |
| NOPAT                             | 3,9   | 4,4   | 5,1   | 6,0   | 6,9   | 7,8   | 8,7   | 9,4   | 9,9   | 10,4  | 10,9  | 11,5  | 12,1  | 12,4  |
| Abschreibungen<br>in % vom Umsatz | 1,8   | 2,1   | 2,4   | 3,0   | 2,9   | 2,7   | 2,5   | 2,0   | 2,1   | 0,7   | 0,8   | 0,8   | 0,8   | 0,9   |
|                                   | 6,5%  | 6,5%  | 6,5%  | 7,0%  | 6,0%  | 5,0%  | 4,0%  | 3,0%  | 3,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |
| Liquiditätsveränderung            |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| - Working Capital                 | -2,9  | -1,3  | -1,4  | 0,1   | -0,3  | 0,0   | 0,2   | -0,7  | -0,5  | -0,5  | -0,5  | -0,5  | -0,6  | -0,3  |
| - Investitionen                   | -0,3  | -1,2  | -0,2  | -3,0  | -2,9  | -2,7  | -2,5  | -2,0  | -1,4  | -0,7  | -0,8  | -0,8  | -0,8  | -0,9  |
| Investitionsquote                 | 1,1%  | 3,8%  | 0,6%  | 7,0%  | 6,0%  | 5,0%  | 4,0%  | 3,0%  | 2,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  | 1,0%  |
| Übriges                           | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Free Cash Flow<br>(WACC-Modell)   | 2,5   | 4,0   | 5,9   | 6,2   | 6,6   | 7,8   | 8,9   | 8,8   | 10,2  | 9,9   | 10,4  | 11,0  | 11,5  | 12,1  |

## Modellparameter

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

## Wertermittlung (Mio. EUR)

|                         |             |                            |              |
|-------------------------|-------------|----------------------------|--------------|
| Barwerte bis 2023       | 53,1        |                            |              |
| Terminal Value          | 37,3        |                            |              |
| Verbindlichkeiten       | -6,8        |                            |              |
| Liquide Mittel          | 5,0         | Aktienzahl (Mio.)          | 1,67         |
| <b>Eigenkapitalwert</b> | <b>88,7</b> | <b>Wert je Aktie (EUR)</b> | <b>53,25</b> |

## Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

## Ewiges Wachstum

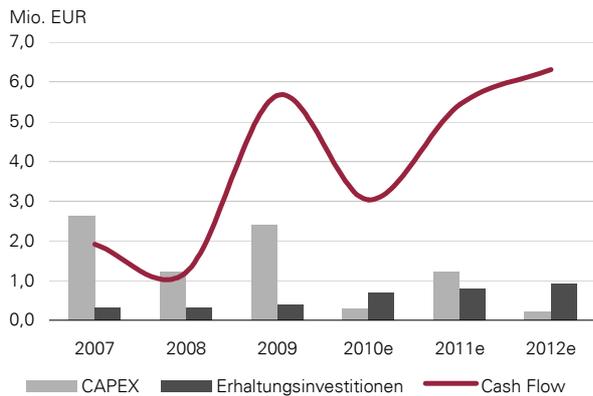
| WACC          | 1,75% | 2,00% | 2,25% | <b>2,50%</b> | 2,75% | 3,00% | 3,25% |
|---------------|-------|-------|-------|--------------|-------|-------|-------|
| 11,66%        | 45,25 | 45,67 | 46,11 | 46,58        | 47,08 | 47,60 | 48,16 |
| 11,16%        | 48,13 | 48,63 | 49,16 | 49,72        | 50,31 | 50,94 | 51,60 |
| 10,91%        | 49,70 | 50,25 | 50,82 | 51,43        | 52,08 | 52,76 | 53,49 |
| <b>10,66%</b> | 51,36 | 51,96 | 52,58 | <b>53,25</b> | 53,96 | 54,71 | 55,52 |
| 10,41%        | 53,12 | 53,77 | 54,46 | 55,19        | 55,97 | 56,80 | 57,69 |
| 10,16%        | 54,99 | 55,70 | 56,45 | 57,26        | 58,11 | 59,03 | 60,01 |
| 9,66%         | 59,10 | 59,95 | 60,86 | 61,84        | 62,88 | 64,01 | 65,22 |

## Delta EBIT-Marge

| WACC          | -1,5 PP | -1,0 PP | -0,5 PP | <b>0,0</b>   | +0,5 PP | +1,0 PP | +1,5 PP |
|---------------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|---------|
| 11,66%        | 42,88   | 44,12   | 45,35   | 46,58        | 47,82   | 49,05   | 50,28   |
| 11,16%        | 45,78   | 47,09   | 48,40   | 49,72        | 51,03   | 52,35   | 53,66   |
| 10,91%        | 47,36   | 48,71   | 50,07   | 51,43        | 52,79   | 54,15   | 55,50   |
| <b>10,66%</b> | 49,04   | 50,44   | 51,85   | <b>53,25</b> | 54,65   | 56,06   | 57,46   |
| 10,41%        | 50,83   | 52,28   | 53,73   | 55,19        | 56,64   | 58,10   | 59,55   |
| 10,16%        | 52,73   | 54,24   | 55,75   | 57,26        | 58,76   | 60,27   | 61,78   |
| 9,66%         | 56,96   | 58,59   | 60,21   | 61,84        | 63,46   | 65,09   | 66,71   |

Quelle: Warburg Research

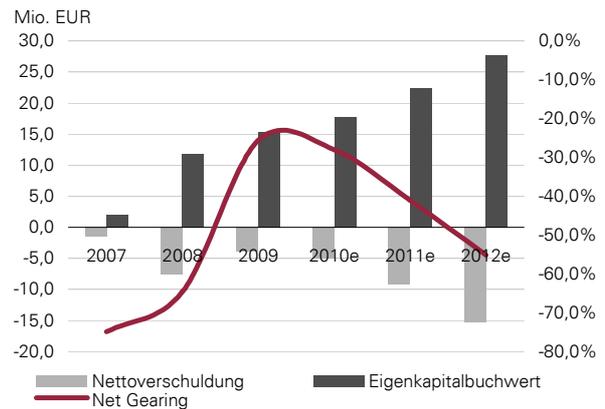
**Investitionen und Cash Flow - GK Software**



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

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

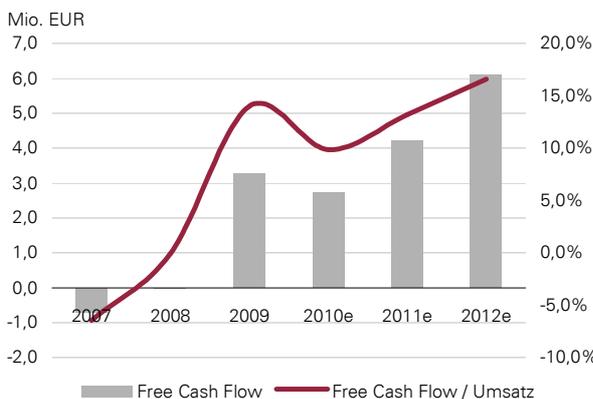
**Bilanzqualität - GK Software**



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

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

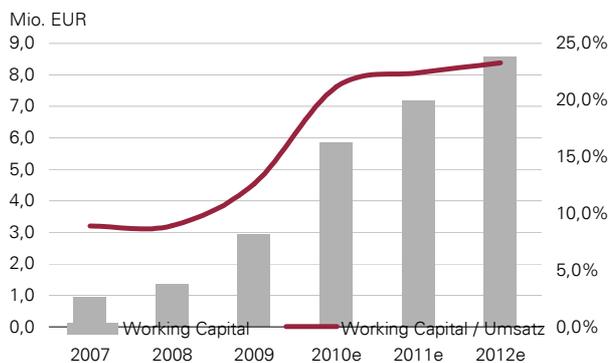
**Free Cash Flow Generation - GK Software**



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

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

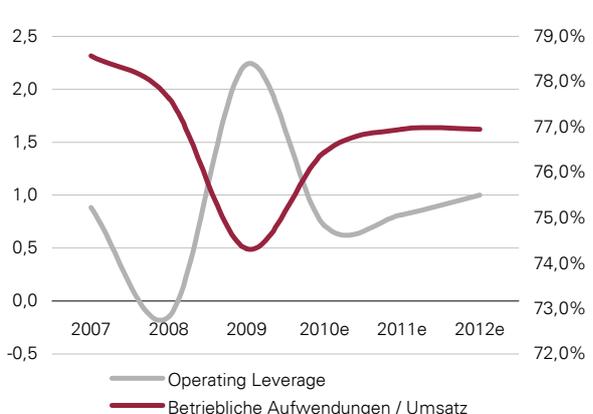
**Working Capital - GK Software**



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

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

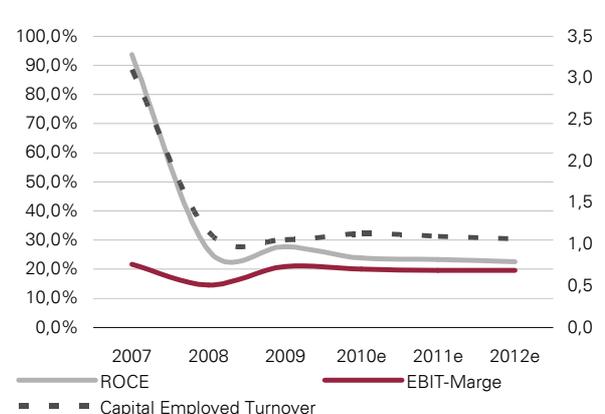
**Operating Leverage - GK Software**



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

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

**ROCE Entwicklung - GK Software**



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

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

## Rechtshinweis / Disclaimer

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

## Urheberrechte

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

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

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

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

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

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

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

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

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

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

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

**K Kaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

**H Halten:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

**V Verkaufen:** Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

**“-“ Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

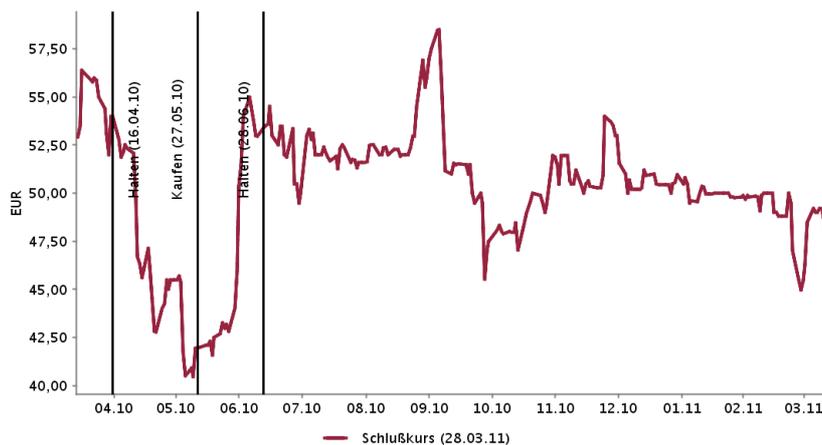
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 108                | 67%              |
| Halten           | 48                 | 30%              |
| Verkaufen        | 6                  | 4%               |
| Empf. ausgesetzt | 0                  | 0%               |
| <b>Gesamt</b>    | <b>162</b>         |                  |

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

| Empfehlung       | Anzahl Unternehmen | % des Universums |
|------------------|--------------------|------------------|
| Kaufen           | 70                 | 71%              |
| Halten           | 27                 | 27%              |
| Verkaufen        | 2                  | 2%               |
| Empf. ausgesetzt | 0                  | 0%               |
| <b>Gesamt</b>    | <b>99</b>          |                  |

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
GK Software AG am 29.03.11**



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

## Warburg Research GmbH

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

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



WARBURG RESEARCH

|                                            |                                                                                                           |                                                       |                                                                                                                         |
|--------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Christian Bruns</b><br>Head of Research | +49 40 309537-253<br><a href="mailto:cbruns@warburg-research.com">cbruns@warburg-research.com</a>         | <b>Henner Rüschemier</b><br>Head of Research          | +49 40 309537-270<br><a href="mailto:hrueschmeier@warburg-research.com">hrueschmeier@warburg-research.com</a>           |
| <b>Finn Henning Breiter</b>                | +49 40 309537-230<br><a href="mailto:fbreiter@warburg-research.com">fbreiter@warburg-research.com</a>     | <b>Thomas Rau</b>                                     | +49 40 309537-220<br><a href="mailto:trau@warburg-research.com">trau@warburg-research.com</a>                           |
| <b>Felix Ellmann</b>                       | +49 40 309537-120<br><a href="mailto:fellmann@warburg-research.com">fellmann@warburg-research.com</a>     | <b>Jochen Reichert</b>                                | +49 40 309537-130<br><a href="mailto:jreichert@warburg-research.com">jreichert@warburg-research.com</a>                 |
| <b>Jörg Philipp Frey</b>                   | +49 40 309537-258<br><a href="mailto:jfrey@warburg-research.com">jfrey@warburg-research.com</a>           | <b>Malte Schaumann</b>                                | +49 40 309537-170<br><a href="mailto:mschaumann@warburg-research.com">mschaumann@warburg-research.com</a>               |
| <b>Ulrich Huwald</b>                       | +49 40 309537-255<br><a href="mailto:uhuwald@warburg-research.com">uhuwald@warburg-research.com</a>       | <b>Susanne Schwartz</b>                               | +49 40 309537-155<br><a href="mailto:sschwartz@warburg-research.com">sschwartz@warburg-research.com</a>                 |
| <b>Thilo Kleibauer</b>                     | +49 40 309537-257<br><a href="mailto:tkleibauer@warburg-research.com">tkleibauer@warburg-research.com</a> | <b>Oliver Schwarz</b>                                 | +49 40 309537-250<br><a href="mailto:oschwarz@warburg-research.com">oschwarz@warburg-research.com</a>                   |
| <b>Torsten Klingner</b>                    | +49 40 309537-260<br><a href="mailto:tklingner@warburg-research.com">tklingner@warburg-research.com</a>   | <b>Marc-René Tonn</b>                                 | +49 40 309537-259<br><a href="mailto:mtonn@warburg-research.com">mtonn@warburg-research.com</a>                         |
| <b>Eggert Kuls</b>                         | +49 40 309537-256<br><a href="mailto:ekuls@warburg-research.com">ekuls@warburg-research.com</a>           | <b>Björn Voss</b>                                     | +49 40 309537-254<br><a href="mailto:bvoss@warburg-research.com">bvoss@warburg-research.com</a>                         |
| <b>Frank Laser</b>                         | +49 40 309537-235<br><a href="mailto:flaser@warburg-research.com">flaser@warburg-research.com</a>         | <b>Andreas Wolf</b>                                   | +49 40 309537-140<br><a href="mailto:awolf@warburg-research.com">awolf@warburg-research.com</a>                         |
| <b>Andreas Pläsier</b>                     | +49 40 309537-246<br><a href="mailto:aplaesier@warburg-research.com">aplaesier@warburg-research.com</a>   | <b>Stephan Wulf</b>                                   | +49 40 309537-150<br><a href="mailto:swulf@warburg-research.com">swulf@warburg-research.com</a>                         |
| <b>Björn Blunck</b><br>Business Support    | +49 40 309537-160<br><a href="mailto:bblunck@warburg-research.com">bblunck@warburg-research.com</a>       | <b>Katrin Wauker</b><br>Business Support              | +49 40 309537-200<br><a href="mailto:kwauker@warburg-research.com">kwauker@warburg-research.com</a>                     |
| <b>Daniel Bonn</b><br>Business Support     | +49 40 309537-205<br><a href="mailto:dbonn@warburg-research.com">dbonn@warburg-research.com</a>           | <b>Franziska Schmidt-Petersen</b><br>Business Support | +49 40 309537-100<br><a href="mailto:fschmidt-petersen@warburg-research.com">fschmidt-petersen@warburg-research.com</a> |
| <b>Annika Boysen</b><br>Business Support   | +49 40 309537-202<br><a href="mailto:aboysen@warburg-research.com">aboysen@warburg-research.com</a>       | <b>Claudia Vedder</b><br>Business Support             | +49 40 309537-105<br><a href="mailto:cvedder@warburg-research.com">cvedder@warburg-research.com</a>                     |
| <b>Markus Pähler</b><br>Business Support   | +49 40 309537-221<br><a href="mailto:mpaehler@warburg-research.com">mpaehler@warburg-research.com</a>     |                                                       |                                                                                                                         |

## M.M. Warburg & CO KGaA

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

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



M. M. WARBURG & CO

1798

|                                                     |                                                                                                    |                                            |                                                                                                |
|-----------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Barbara C. Launer-Effler</b><br>Head of Equities | +49 40 3282-2636<br><a href="mailto:blauner-effler@mmwarburg.com">blauner-effler@mmwarburg.com</a> | <b>Holger Nass</b><br>Head of Equity Sales | +49 40 3282-2669<br><a href="mailto:hnass@mmwarburg.com">hnass@mmwarburg.com</a>               |
| <b>Oliver Merckel</b><br>Head of Sales Trading      | +49 40 3282-2634<br><a href="mailto:omerckel@mmwarburg.com">omerckel@mmwarburg.com</a>             | <b>Christian Alisch</b><br>Equity Sales    | +49 40 3282-2667<br><a href="mailto:calisch@mmwarburg.com">calisch@mmwarburg.com</a>           |
| <b>Thekla Struve</b><br>Sales Trading               | +49 40 3282-2668<br><a href="mailto:tstruve@mmwarburg.com">tstruve@mmwarburg.com</a>               | <b>Cynthia Chavanon</b><br>Equity Sales    | +49 40 3282-2630<br><a href="mailto:cchavanon@mmwarburg.com">cchavanon@mmwarburg.com</a>       |
| <b>Gudrun Bölsen</b><br>Sales Trading               | +49 40 3282-2679<br><a href="mailto:gbolsen@mmwarburg.com">gbolsen@mmwarburg.com</a>               | <b>Matthias Fritsch</b><br>Equity Sales    | +49 40 3282-2696<br><a href="mailto:mfritsch@mmwarburg.com">mfritsch@mmwarburg.com</a>         |
| <b>Bastian Quast</b><br>Sales Trading               | +49 40 3282-2701<br><a href="mailto:bquast@mmwarburg.com">bquast@mmwarburg.com</a>                 | <b>Michael Kriszun</b><br>Equity Sales     | +49 40 3282-2695<br><a href="mailto:mkriszun@mmwarburg.com">mkriszun@mmwarburg.com</a>         |
| <b>Patrick Schepelmann</b><br>Sales Trading         | +49 40 3282-2700<br><a href="mailto:pschepelmann@mmwarburg.com">pschepelmann@mmwarburg.com</a>     | <b>Dirk Rosenfelder</b><br>Equity Sales    | +49 40 3282-2692<br><a href="mailto:drosenfelder@mmwarburg.com">drosenfelder@mmwarburg.com</a> |
| <b>Jörg Treptow</b><br>Sales Trading                | +49 40 3282-2658<br><a href="mailto:jtreptow@mmwarburg.com">jtreptow@mmwarburg.com</a>             | <b>Marco Schumann</b><br>Equity Sales      | +49 40 3282-2665<br><a href="mailto:mschumann@mmwarburg.com">mschumann@mmwarburg.com</a>       |
| <b>Andrea Carstensen</b><br>Sales Assistance        | +49 40 3282-2632<br><a href="mailto:acarstensen@mmwarburg.com">acarstensen@mmwarburg.com</a>       | <b>Julian Straube</b><br>Equity Sales      | +49 40 3282-2666<br><a href="mailto:jstraube@mmwarburg.com">jstraube@mmwarburg.com</a>         |
| <b>Wiebke Möller</b><br>Sales Assistance            | +49 40 3282-2703<br><a href="mailto:wmoeller@mmwarburg.com">wmoeller@mmwarburg.com</a>             | <b>Philipp Stumpfegger</b><br>Equity Sales | +49 40 3282-2635<br><a href="mailto:pstumpfegger@mmwarburg.com">pstumpfegger@mmwarburg.com</a> |
| <b>Katharina Bruns</b><br>Roadshow / Marketing      | +49 40 3282-2694<br><a href="mailto:kbruns@mmwarburg.com">kbruns@mmwarburg.com</a>                 | <b>Andreas Wessel</b><br>Equity Sales      | +49 40 3282-2663<br><a href="mailto:awessel@mmwarburg.com">awessel@mmwarburg.com</a>           |