

Buy EUR 105,00 (EUR 74,00) Kurs EUR 75,00 Upside 40,0 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 105,15	Aktien Daten: Bloomberg: GKS GR Reuters: GKSG ISIN: DE0007571424	Beschreibung: Führendes Softwareunternehmen für den stationären Einzelhandel
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 141,8 Aktienanzahl (Mio.): 1,9 EV: 172,2 Freefloat MC: 56,0 Ø Trad. Vol. (30T): 72,64 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 39,5 % GK Software Holding 49,6 % SAP 5,3 % Rainer Gläß 3,3 % Stephan Kronmüller 2,3 %	Risikoprofil (WRe): 2020e Beta: 1,8 KBV: 3,6 x EK-Quote: 38 % Net Fin. Debt / EBITDA: 1,7 x Net Debt / EBITDA: 1,9 x

Gute Entwicklung setzt sich fort

Kennzahlen Q2/2020: in EUR m	Q2/20 Q2/20e Q2/19 yoy 6M/20 6M/19 yoy	Kommentar zu den Kennzahlen:
Sales 27.1 26.0 25.7 5.5% 56.2 50.3 11.7%	Laut den vorläufigen Zahlen konnte GK Software SE sein Umsatzwachstum im gesamten ersten Halbjahr 2020 fortsetzen, trotz der Covid-19-Pandemie	
EBITDA 3.0 1.0 0.1 5569.5% 6.3 -0.6 -	EBITDA wuchs deutlich schneller und übertraf zudem die Erwartungen (WRe)	
margin 11.1% 3.8% 0.2% 11.2% -1.2%	Diese Zahlen zeigen, dass nach dem sehr guten Q1 ein solider Trend bei der Ergebnisverbesserung etabliert werden konnte	

Am 20.08.2020 legte die GK Software SE ihre vorläufigen Zahlen für das zweite Quartal bzw. die erste Hälfte des Jahres 2020 vor. Sowohl die positive Entwicklung des Cloud-Geschäfts als auch das Wachstum in den USA sind für das Umsatzwachstum und die stark gestiegene Profitabilität verantwortlich. Auch die Auswirkungen des Effizienzprogramms aus der zweiten Jahreshälfte 2019 zeigten Resultate. Der ebenfalls erfolgreiche Monat Juli gibt Anlass zu Optimismus für den Rest des Geschäftsjahres, zumal das erste Halbjahr aufgrund der Covid-19-Pandemie nur ein verhaltenes Neukundengeschäft verzeichnete. Zusammen bildet dies die Grundlage für eine Erhöhung der Prognosen (WRe, siehe Tabelle unten). Ein weiterer hervorzuhebender positiver Aspekt ist die deutlich erhöhte Visibilität. Die eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen, aber auch die stetig steigende Basis von Wartungs- und Cloud-Umsätzen legen den Grundstein für weitere erfolgreiche Jahre. Erwähnenswert ist auch der konstante Erfolg in den USA: Hier ist es offensichtlich möglich, die Position als führender Anbieter von Retail-Lösungen auszubauen. Dies impliziert ein erhebliches langfristiges Ergebnispotenzial und ist eines der Schlüsselargumente für eine Investition in GK.

Basierend auf den neuen Prognosen mit erhöhter Visibilität und einer Anpassung des DCF-Modells (Rollover) wird ein neues Kursziel von EUR 105 (75) abgeleitet. **Die Aktie wird weiterhin mit Kaufen bewertet.**

Schätzungsänderungen: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2020e + / - 2021e + / - 2022e + / - (alt) (alt) (alt)	Kommentar zu den Änderungen:
Umsatz 109,7 12,1 % 131,7 12,1 % n.a. n.m.	Vor dem dargelegten Hintergrund erscheint eine deutlich frühere Rückkehr zu einem starken Ergebnis realistisch	
EBITDA 9,4 69,5 % 23,2 11,5 % n.a. n.m.	Für 2020 wird nun ein positives Ergebnis erwartet (bisherige Erwartung 2021, WRe)	
EBIT -0,7 n.m. 11,1 10,8 % n.a. n.m.	Auch für die kommenden Jahre werden die Prognosen angehoben	
DPS 0,50 -100,0 % 0,50 -100,0 % n.a. n.m.	Mittelfristig wird wieder mit Dividenden gerechnet	

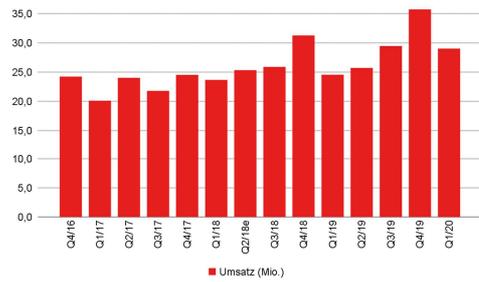


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	13,7 %
6 Monate:	20,3 %
Jahresverlauf:	9,4 %
Letzte 12 Monate:	7,7 %

Unternehmenstermine:	
27.08.20	Q2
26.11.20	Q3

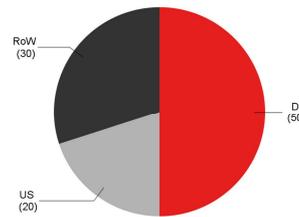
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (19-22e)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	15,3 %	77,3	90,5	106,2	115,4	123,0	147,6	177,1
Veränd. Umsatz yoy		23,5 %	17,0 %	17,4 %	8,8 %	6,5 %	20,0 %	20,0 %
Rohertragsmarge		90,6 %	90,6 %	92,7 %	94,6 %	93,5 %	94,0 %	94,0 %
EBITDA	36,2 %	7,8	8,8	6,8	12,3	16,0	25,8	31,0
Marge		10,1 %	9,7 %	6,4 %	10,6 %	13,0 %	17,5 %	17,5 %
EBIT	62,4 %	3,9	5,0	1,6	3,4	4,3	12,3	14,7
Marge		5,1 %	5,5 %	1,5 %	3,0 %	3,5 %	8,3 %	8,3 %
Nettoergebnis	-	2,8	3,9	0,9	-3,1	1,5	7,3	9,0
EPS	-	1,50	2,05	0,49	-1,55	0,74	3,63	4,46
EPS adj.	-	1,50	2,05	0,49	-1,55	0,74	3,63	4,46
DPS	-	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,50
Dividendenrendite		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,0 %
FCFPS		0,63	3,70	-9,27	-1,92	2,16	3,38	6,58
FCF / Marktka.		1,4 %	3,9 %	-9,0 %	-2,8 %	2,9 %	4,5 %	8,8 %
EV / Umsatz		1,3 x	2,0 x	2,1 x	1,5 x	1,5 x	1,2 x	0,9 x
EV / EBITDA		12,5 x	20,9 x	32,3 x	14,1 x	11,4 x	6,8 x	5,2 x
EV / EBIT		24,8 x	36,7 x	138,3 x	50,4 x	42,3 x	14,3 x	11,0 x
KGV		30,8 x	46,0 x	210,4 x	n.a.	101,4 x	20,7 x	16,8 x
KGV ber.		30,8 x	46,0 x	210,4 x	n.a.	101,4 x	20,7 x	16,8 x
FCF Potential Yield		7,3 %	4,5 %	3,4 %	4,6 %	8,4 %	13,0 %	16,9 %
Nettoverschuldung		10,5	3,7	24,6	34,8	30,4	23,6	10,3
ROCE (NOPAT)		8,1 %	10,6 %	16,1 %	n.a.	4,0 %	11,7 %	14,4 %
Guidance:	n.a.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



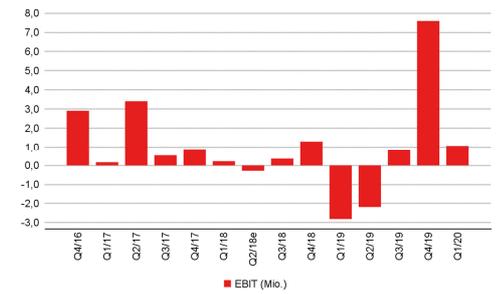
Quelle: Warburg Research

Mitarbeiter nach Standorten
2020e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

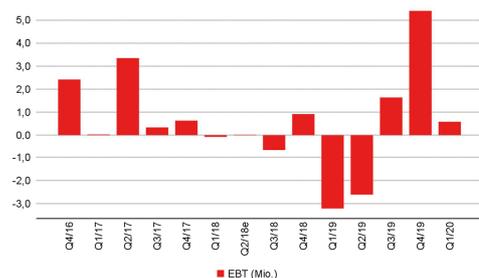
Unternehmenshintergrund

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

Wettbewerbsqualität

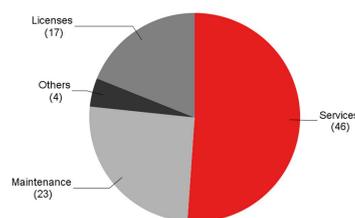
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern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

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



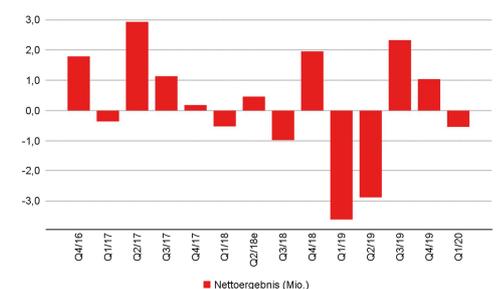
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2020e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	
Umsatz	123,0	147,6	177,1	200,1	222,2	239,9	254,3	269,6	285,8	302,9	321,1	337,1	354,0	
Umsatzwachstum	6,5 %	20,0 %	20,0 %	13,0 %	11,0 %	8,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %
EBIT	4,3	12,3	14,7	20,0	24,4	31,2	38,1	45,8	48,6	51,5	54,6	57,3	60,2	
EBIT-Marge	3,5 %	8,3 %	8,3 %	10,0 %	11,0 %	13,0 %	15,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	
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	8,7	10,4	14,2	17,4	22,1	27,1	32,5	34,5	36,6	38,8	40,7	42,7	
Abschreibungen	11,7	13,6	16,3	18,0	20,0	16,8	15,3	13,5	14,3	15,1	16,1	16,9	17,7	
Abschreibungsquote	9,5 %	9,2 %	9,2 %	9,0 %	9,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3,8	9,1	7,0	4,3	5,1	4,1	3,3	3,5	3,7	3,9	4,2	3,7	3,9	
- Investitionen	5,0	5,0	5,0	16,0	17,8	14,4	14,0	14,8	15,7	16,7	17,7	18,5	17,7	
Investitionsquote	4,1 %	3,4 %	2,8 %	8,0 %	8,0 %	6,0 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,0 %	
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)	5,9	8,2	14,7	9,8	14,6	20,5	25,1	27,7	29,4	31,2	33,0	35,4	38,9	41
Barwert FCF	5,8	7,1	11,6	6,9	9,2	11,6	12,8	12,7	12,1	11,5	10,9	10,5	10,4	121
Anteil der Barwerte	9,62 %			42,68 %										47,70 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,80
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Akte)	1,80
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	1,80
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,80
		Sonstiges	1,80
WACC	11,40 %	Beta	1,80

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2032e	133		
Terminal Value	121		
Zinstr. Verbindlichkeiten	40		
Pensionsrückstellungen	3		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	1		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	2	Aktienzahl (Mio.)	2,0
Eigenkapitalwert	213	Wert je Aktie (EUR)	105,15

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
1,98	12,4 %	86,30	87,38	88,51	89,70	90,95	92,27	93,66	1,98	12,4 %	77,16	81,34	85,52	89,70	93,88	98,06	102,24
1,89	11,9 %	93,02	94,28	95,60	96,99	98,46	100,01	101,65	1,89	11,9 %	83,72	88,15	92,57	96,99	101,41	105,83	110,26
1,85	11,7 %	96,65	98,01	99,44	100,95	102,55	104,23	106,02	1,85	11,7 %	87,29	91,85	96,40	100,95	105,51	110,06	114,61
1,80	11,4 %	100,49	101,96	103,51	105,15	106,89	108,72	110,67	1,80	11,4 %	91,08	95,77	100,46	105,15	109,84	114,54	119,23
1,75	11,2 %	104,55	106,14	107,83	109,61	111,50	113,50	115,63	1,75	11,2 %	95,09	99,93	104,77	109,61	114,45	119,29	124,13
1,71	10,9 %	108,85	110,58	112,41	114,35	116,41	118,60	120,93	1,71	10,9 %	99,36	104,36	109,35	114,35	119,34	124,34	129,33
1,62	10,4 %	118,23	120,29	122,46	124,78	127,24	129,88	132,69	1,62	10,4 %	108,76	114,10	119,44	124,78	130,11	135,45	140,79

- GK konnte in den letzten Jahren stark wachsen und zuletzt auch im Bezug auf Rentabilität überzeugen
- Die technologische Führungsposition und die Kooperation mit SAP bilden eine gute Basis für weiteres Wachstum
- Diese weltweit führende Position liefert ganz erheblichen Spielraum für Umsatz und Ergebnis

Wertermittlung	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
KBV	2,8 x	4,6 x	5,0 x	3,3 x	3,6 x	3,0 x	2,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,18	7,02	4,82	6,71	11,02	18,87	28,64
EV / Umsatz	1,3 x	2,0 x	2,1 x	1,5 x	1,5 x	1,2 x	0,9 x
EV / EBITDA	12,5 x	20,9 x	32,3 x	14,1 x	11,4 x	6,8 x	5,2 x
EV / EBIT	24,8 x	36,7 x	138,3 x	50,4 x	42,3 x	14,3 x	11,0 x
EV / EBIT adj.*	24,8 x	36,7 x	138,3 x	50,4 x	42,3 x	14,3 x	11,0 x
Kurs / FCF	73,7 x	25,5 x	n.a.	n.a.	34,8 x	22,2 x	11,4 x
KGV	30,8 x	46,0 x	210,4 x	n.a.	101,4 x	20,7 x	16,8 x
KGV ber.*	30,8 x	46,0 x	210,4 x	n.a.	101,4 x	20,7 x	16,8 x
Dividendenrendite	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,0 %
FCF Potential Yield (on market EV)	7,3 %	4,5 %	3,4 %	4,6 %	8,4 %	13,0 %	16,9 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

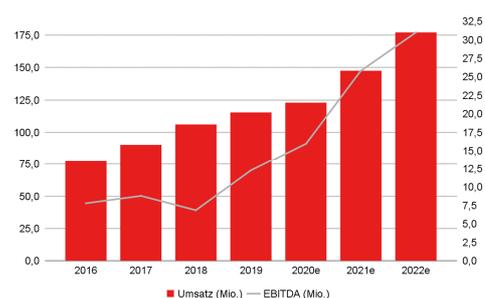
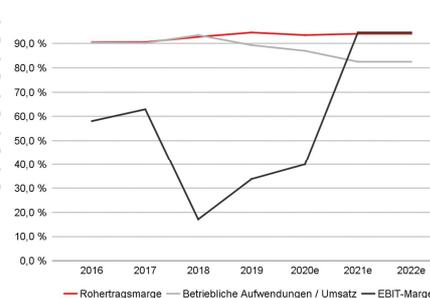
In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Umsatz	77,3	90,5	106,2	115,4	123,0	147,6	177,1
Veränd. Umsatz yoy	23,5 %	17,0 %	17,4 %	8,8 %	6,5 %	20,0 %	20,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamterlöse	77,7	90,5	106,2	115,4	123,0	147,6	177,1
Materialaufwand	7,7	8,5	7,7	6,2	8,0	8,9	10,6
Rohhertrag	70,0	81,9	98,4	109,2	115,0	138,7	166,5
Rohhertragsmarge	90,6 %	90,6 %	92,7 %	94,6 %	93,5 %	94,0 %	94,0 %
Personalaufwendungen	47,7	57,8	68,8	78,1	82,4	93,0	111,6
Sonstige betriebliche Erträge	1,8	5,2	3,6	3,8	3,1	3,7	4,4
Sonstige betriebliche Aufwendungen	16,3	20,5	26,4	22,7	19,7	23,6	28,3
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	7,8	8,8	6,8	12,3	16,0	25,8	31,0
Marge	10,1 %	9,7 %	6,4 %	10,6 %	13,0 %	17,5 %	17,5 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,1	1,4	2,7	2,0	2,5	3,0	3,5
EBITA	6,7	7,4	4,1	10,3	13,5	22,9	27,5
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,8	2,2	2,5	6,8	9,2	10,6	12,8
Goodwill-Abschreibung	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	3,9	5,0	1,6	3,4	4,3	12,3	14,7
Marge	5,1 %	5,5 %	1,5 %	3,0 %	3,5 %	8,3 %	8,3 %
EBIT adj.	3,9	5,0	1,6	3,4	4,3	12,3	14,7
Zinserträge	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0
Zinsaufwendungen	0,6	0,8	1,6	2,3	2,2	2,0	2,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	3,5	4,3	0,2	1,2	2,1	10,4	12,7
Marge	4,5 %	4,8 %	0,2 %	1,1 %	1,7 %	7,0 %	7,2 %
Steuern gesamt	0,6	0,5	-0,8	4,4	0,6	3,0	3,7
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,8	3,9	0,9	-3,1	1,5	7,3	9,0
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	2,8	3,9	0,9	-3,1	1,5	7,3	9,0
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	2,8	3,9	0,9	-3,1	1,5	7,3	9,0
Marge	3,7 %	4,3 %	0,9 %	-2,7 %	1,2 %	5,0 %	5,1 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
EPS	1,50	2,05	0,49	-1,55	0,74	3,63	4,46
EPS adj.	1,50	2,05	0,49	-1,55	0,74	3,63	4,46

*Adjustiert um:

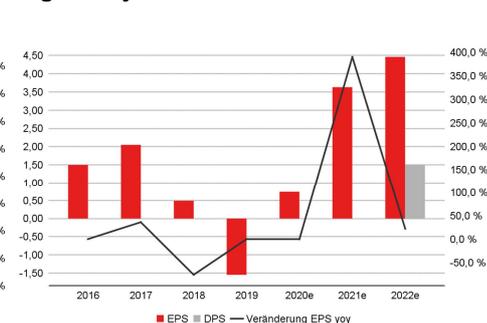
Guidance: n.a.

Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	90,4 %	90,3 %	93,6 %	89,4 %	87,0 %	82,5 %	82,5 %
Operating Leverage	n.a.	1,6 x	-3,9 x	13,1 x	3,9 x	9,2 x	1,0 x
EBITDA / Interest expenses	12,2 x	11,2 x	4,4 x	5,4 x	7,3 x	12,9 x	15,5 x
Steuerquote (EBT)	18,1 %	10,5 %	-439,8 %	354,6 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	33,7 %
Umsatz je Mitarbeiter	175.985	201.806	232.188	247.572	258.595	304.230	357.917

Umsatz, EBITDA
in Mio. EUROperative Performance
in %

Ergebnis je Aktie



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

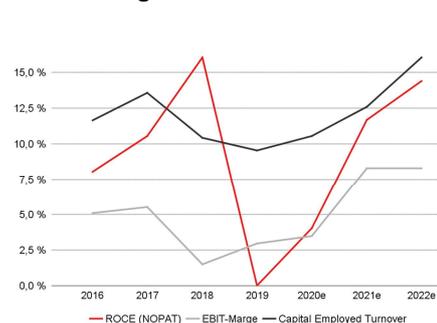
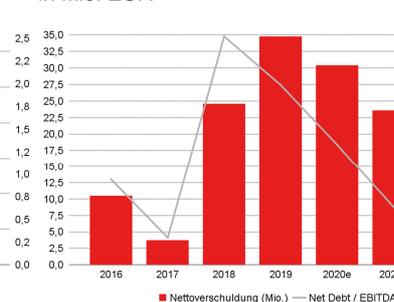
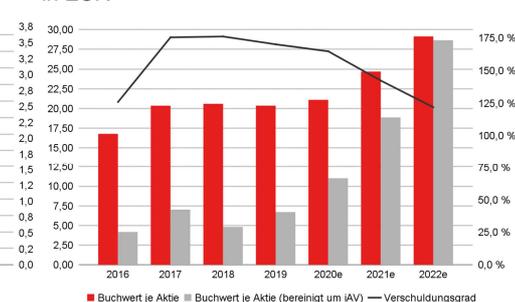
Bilanz

In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	23,8	25,4	30,0	27,6	20,4	11,8	1,0
davon übrige imm. VG	18,8	21,4	12,2	22,2	15,0	6,4	-4,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	5,0	4,0	17,9	5,4	5,4	5,4	5,4
Sachanlagen	8,9	14,2	22,7	33,0	33,6	33,6	33,1
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
Anlagevermögen	32,7	39,6	52,8	60,7	54,0	45,4	34,1
Vorräte	1,2	1,0	0,5	0,3	1,2	1,5	1,8
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	18,0	17,7	26,0	24,0	27,0	36,4	43,7
Liquide Mittel	6,0	30,5	11,8	8,1	12,4	19,3	32,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	13,7	17,8	20,0	21,2	21,2	21,2	21,2
Umlaufvermögen	38,9	67,0	58,4	53,5	61,8	78,3	99,2
Bilanzsumme (Aktiva)	71,6	106,6	111,2	114,2	115,8	123,7	133,3
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Kapitalrücklage	18,5	20,5	21,4	27,3	27,3	27,3	27,3
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	8,9	17,9
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	11,3	16,3	15,8	11,8	11,8	11,7	11,7
Buchwert	31,7	38,7	39,2	41,2	42,7	49,9	58,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Eigenkapital	31,7	38,7	40,3	42,3	43,7	51,0	60,0
Rückstellungen gesamt	3,6	3,7	3,1	4,2	4,2	4,2	4,2
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	1,7	1,9	1,6	2,8	2,8	2,8	2,8
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	14,8	32,3	34,8	40,1	40,1	40,1	40,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	5,8	10,3	12,3	13,9	13,9	13,9	13,9
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,2	1,8	2,4	2,5	2,6	3,2	3,8
Sonstige Verbindlichkeiten	19,3	30,0	30,7	25,2	25,2	25,2	25,2
Verbindlichkeiten	39,9	67,9	70,9	71,9	72,1	72,7	73,3
Bilanzsumme (Passiva)	71,6	106,6	111,2	114,2	115,8	123,7	133,3

Kennzahlen

	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	3,0 x	3,0 x	2,3 x	2,1 x	2,1 x	2,2 x	2,4 x
Capital Employed Turnover	1,8 x	2,1 x	1,6 x	1,5 x	1,7 x	2,0 x	2,5 x
ROA	8,6 %	9,8 %	1,8 %	-5,2 %	2,8 %	16,2 %	26,4 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	8,1 %	10,6 %	16,1 %	n.a.	4,0 %	11,7 %	14,4 %
ROE	9,3 %	11,1 %	2,4 %	-7,8 %	3,6 %	15,9 %	16,6 %
Adj. ROE	9,3 %	11,1 %	2,4 %	-7,8 %	3,6 %	15,9 %	16,6 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	10,5	3,7	24,6	34,8	30,4	23,6	10,3
Nettofinanzverschuldung	8,8	1,8	23,0	32,0	27,7	20,8	7,5
Net Gearing	33,1 %	9,6 %	61,1 %	82,3 %	69,5 %	46,3 %	17,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	112,8 %	21,0 %	337,0 %	261,2 %	172,9 %	80,6 %	24,2 %
Buchwert je Aktie	16,8	20,3	20,6	20,4	21,1	24,7	29,1
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	4,2	7,0	4,8	6,7	11,0	18,9	28,6

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung
in Mio. EURBuchwert je Aktie
in EUR

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

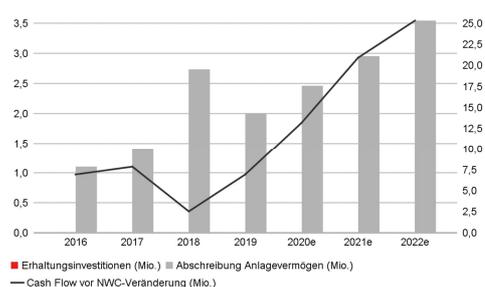
Quelle: Warburg Research

Cash flow

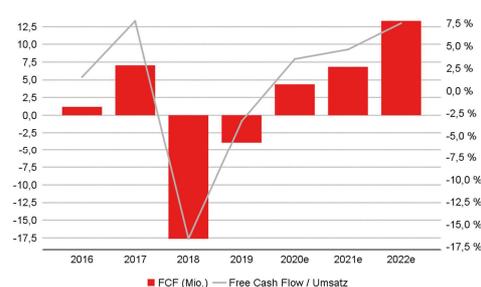
In EUR Mio.	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	2,8	3,9	0,9	-3,1	1,5	7,3	9,0
Abschreibung Anlagevermögen	1,1	1,4	2,7	2,0	2,5	3,0	3,5
Amortisation Goodwill	1,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,8	2,2	2,5	6,8	9,2	10,6	12,8
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	0,2	-0,3	1,2	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow vor NWC-Veränderung	6,9	7,9	2,5	6,9	13,2	20,9	25,3
Veränderung Vorräte	0,5	0,2	0,5	0,2	-0,9	-0,3	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	-5,4	0,3	-8,3	2,0	-3,0	-9,4	-7,3
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-3,6	0,2	-0,3	0,1	0,1	0,6	0,6
Veränderung sonstige Working Capital Posten	5,2	6,6	0,0	-9,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-3,4	7,3	-8,2	-7,1	-3,8	-9,1	-7,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit [1]	3,6	15,2	-5,7	-0,2	9,4	11,8	18,3
Investitionen in iAV	-1,2	-0,3	-0,3	-0,5	-2,0	-2,0	-2,0
Investitionen in Sachanlagen	-1,1	-7,9	-11,7	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-3,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	-2,6	-1,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit [2]	-5,0	-9,3	-15,7	-3,6	-5,0	-5,0	-5,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,1	17,5	-0,9	5,3	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-2,2	1,6	0,0	-5,2	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit [3]	-2,1	19,1	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel [1]+[2]+[3]	-3,5	25,1	-21,7	-3,8	4,4	6,8	13,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,8	27,9	8,7	2,3	12,4	19,3	32,6

Kennzahlen

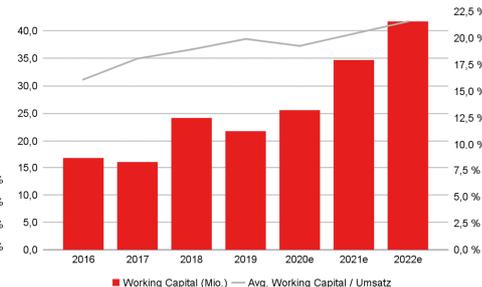
	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Kapitalfluss							
FCF	1,2	7,0	-17,6	-3,9	4,4	6,8	13,3
Free Cash Flow / Umsatz	1,5 %	7,8 %	-16,6 %	-3,4 %	3,5 %	4,6 %	7,5 %
Free Cash Flow Potential	7,2	8,3	7,6	7,9	15,4	22,8	27,3
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	42,0 %	180,8 %	-1907,9 %	124,3 %	291,9 %	92,9 %	147,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	2,2 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,0 %	0,6 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,3 %	3,3 %	4,7 %	6,1 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	3,1 %	9,0 %	11,3 %	3,2 %	4,1 %	3,4 %	2,8 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	61,4 %	215,8 %	228,7 %	41,3 %	42,8 %	36,8 %	30,7 %
Avg. Working Capital / Umsatz	16,1 %	18,1 %	18,9 %	19,9 %	19,3 %	20,4 %	21,6 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	819,6 %	964,6 %	1100,6 %	965,5 %	1038,5 %	1137,5 %	1150,0 %
Vorratumschlag	6,4 x	8,6 x	14,8 x	21,9 x	6,7 x	5,9 x	5,9 x
Receivables collection period (Tage)	85	71	90	76	80	90	90
Payables payment period (Tage)	105	79	112	146	119	132	131
Cash conversion cycle (Tage)	23	-1	2	-53	16	20	21

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 („Anlageempfehlung“) wurde von der Warburg Research GmbH, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben. Er ist ausschließlich für den Empfänger bestimmt und darf nicht ohne deren vorherige Zustimmung an ein anderes Unternehmen weitergegeben werden, unabhängig davon, ob es zum gleichen Konzern gehört oder nicht. Er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Anlageempfehlung stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten („Information“), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Anlageempfehlungen 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 Anlageempfehlung mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Anlageempfehlung im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Anlageempfehlung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Anlageempfehlung 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 § 85 WPHG/MAR/MIFID II EINSCHL. DELEGIERTE VERORDNUNGEN (EU) 2016/958 UND (EU) 2017/565

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, NAV, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell (siehe auch <http://www.mmwarburg.de/disclaimer/disclaimerG.htm#Bewertung>). 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.

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

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

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

M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA unterliegt darüber hinaus der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB).

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland, einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealers.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. CIC (Crédit Industriel et Commercial) und M.M. Warburg & CO haben ein Research Distribution Agreement abgeschlossen, das CIC Market Solutions die exklusive Verbreitung des Research-Produkts der Warburg Research GmbH in Frankreich, den USA und Kanada sichert.
4. Die Research Reports werden in den USA von CIC („CIC“) gemäß einer Vereinbarung nach SEC Rule 15a-6 mit CIC Market Solutions Inc. („CICI“), einem in den USA registrierten Broker-Dealer und einem mit CIC verbundenen Unternehmen, verbreitet und ausschließlich an Personen verteilt, die als „große institutionelle US-Investoren“ gemäß der Definition in SEC Rule 15a-6 des Securities Exchange Act von 1934 gelten.
5. Personen, die keine großen institutionellen US-Investoren sind, dürfen sich nicht auf diese Kommunikation stützen. Die Verteilung dieses Research Reports an eine Person in den USA stellt weder eine Empfehlung zur Durchführung von Transaktionen mit den hierin besprochenen Wertpapieren noch eine Billigung der hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen dar.

Hinweis gem. § 85 WpHG und Art. 20 MAR auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf analysierte Unternehmen:

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Anlageempfehlung sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- MMWB, Warburg Research oder ein verbundenes Unternehmen hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von **Investmentbanking- und/oder Wertpapierdienstleistungen** getroffen und die betreffende Vereinbarung war die vorausgegangenen 12 Monate in Kraft oder es ergab sich für diesen Zeitraum auf ihrer Grundlage die Verpflichtung zur Zahlung oder zum Erhalt einer Leistung oder Entschädigung - vorausgesetzt, dass diese Offenlegung nicht die Offenlegung vertraulicher Geschäftsinformationen zur Folge hat.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Anlageempfehlung** getroffen.
- 6a- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettokaufposition von mehr als 0,5%**.
- 6b- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem gesamten emittierten Aktienkapital des analysierten Unternehmens eine **Nettoverkaufsposition von mehr als 0,5%**.
- 6c- Der **Emittent hält Anteile von über 5%** des gesamten emittierten Kapitals von Warburg Research oder mit diesem verbundenen Unternehmen.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

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

ANLAGEEMPFEHLUNG

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.

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	132	65
Halten	56	27
Verkaufen	11	5
Empf. ausgesetzt	5	2
Gesamt	204	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	35	88
Halten	3	8
Verkaufen	0	0
Empf. ausgesetzt	2	5
Gesamt	40	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [21.08.2020]



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

EQUITIES

Matthias Rode +49 40 3282-2678
Head of Equities mrode@mmwarburg.com

RESEARCH

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

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

Stefan Augustin +49 40 309537-168
Cap. Goods, Engineering saugustin@warburg-research.com

Jan Bauer +49 40 309537-155
Renewables jbauer@warburg-research.com

Jonas Blum +49 40 309537-240
Telco, Construction jblum@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Industrials & Transportation ccohrs@warburg-research.com

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

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

Marius Fuhrberg +49 40 309537-185
Financial Services mfuhrberg@warburg-research.com

Mustafa Hidir +49 40 309537-230
Automobiles, Car Suppliers mhidir@warburg-research.com

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

Philipp Kaiser +49 40 309537-260
Real Estate pkaiser@warburg-research.com

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

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

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

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

Patrick Schmidt +49 40 309537-125
Leisure, Internet pschmidt@warburg-research.com

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

Simon Stippig +49 40 309537-265
Real Estate sstippig@warburg-research.com

Cansu Tatar +49 40 309537-248
Cap. Goods, Engineering ctatar@warburg-research.com

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

Robert-Jan van der Horst +49 40 309537-290
Technology rvanderhorst@warburg-research.com

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Head of Equity Sales, Germany mniemann@mmwarburg.com

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

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

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
Ireland, Poland, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

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

Alexander Eschweiler +49 40 3282-2669
Germany, Luxembourg aeschweiler@mmwarburg.com

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

Tobias Hald +49 40 3282-2695
United Kingdom thald@mmwarburg.com

Maximilian Martin +49 69 5050-7413
Austria, Poland mmartin@mmwarburg.com

Christopher Seedorf +49 69 5050-7414
Switzerland cseedorf@mmwarburg.com

Sophie Hauer +49 69 5050-7417
Roadshow/Marketing shauer@mmwarburg.com

Juliane Niemann +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jniemann@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Elyaz Dust +49 40 3282-2702
Sales Trading edust@mmwarburg.com

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

Marcel Magiera +49 40 3282-2662
Sales Trading mmagiera@mmwarburg.com

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

Jörg Treptow +49 40 3282-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

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

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

Our research can be found under:

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

Thomson Reuters www.thomsonreuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

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

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