

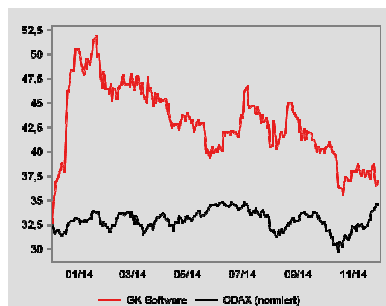
<b>Buy</b>  <b>EUR 50,00</b> (EUR 55,00)  <b>Kurs</b> EUR 37,00 <b>Upside</b> <b>35,2 %</b>	<b>Wertindikatoren:</b> EUR DCF: 50,01 FCF-Value Potential: 45,05	<b>Aktien Daten:</b> Bloomberg: GKS GR Reuters: GKSG ISIN: DE0007571424	<b>Beschreibung:</b> Führendes Softwareunternehmen für den stationären Einzelhandel
	<b>Markt Snapshot:</b> EUR Mio. Marktkapitalisierung: 70,3 Aktienanzahl (Mio.): 1,9 EV: 63,2 Freefloat MC: 27,8 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 7,71 Tsd.	<b>Aktionäre:</b> Freefloat: 39,5 % GK Software Holding: 49,6 % SAP: 5,3 % Rainer Gläß: 3,3 % Stephan Kronmüller: 2,3 %	<b>Risikoprofil (WRe):</b> 2014e Beta: 1,4 KBV: 2,1 x EK-Quote: 70 %

## Fehlender Großauftrag belastet 2014

<b>Berichtete Kennzahlen Q3/2014:</b> in Mio. EUR	Q3/14 10,3 -0,9 -8,6%	Q3/14e 11,0 -0,2 -1,8%	Q3/13 10,2 0,3 2,8%	yoy 1,0% - -	9M/14 30,6 -2,2 -7,3%	9M/14e 31,2 -1,5 -4,9%	9M/13 28,6 -0,7 -2,6%	yoy 6,7% 198,5%	<b>Kommentar zu den Kennzahlen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Am 25.11.14 legte die GK Software AG die vorläufigen Geschäftszahlen für das dritte Quartal 2014 vor.</li> <li>Diese lagen insbesondere ergebnisseitig unter den Erwartungen.</li> <li>Ursache sind vornehmlich fehlende Lizenzerlöse.</li> </ul>
--	--------------------------------	---------------------------------	------------------------------	-----------------------	--------------------------------	---------------------------------	--------------------------------	-----------------------	---

Der Ausblick der GK für 2014 fällt vorsichtig aus. Zwar soll der Umsatz oberhalb des Vorjahresniveaus liegen, jedoch wird zum Ergebnis keine Angabe gemacht. Das Ergebnis 2014 wird voraussichtlich nur geringfügig über dem schwachen Jahr 2013 liegen. Wie hoch ein kleiner Gewinn in 2014 genau ausfallen wird, hängt von den Lizenzabschlüssen ab, die noch im Q4 unterzeichnet werden. Dies ist derzeit nur unzureichend planbar. Hauptursache für das schwache 2014 ist der Wegfall eines Großauftrages aufgrund der Übernahme eines deutschen Einzelhändlers durch einen anderen Kunden der GK. Folglich wird die Neuinstallation einer sehr großen Anwendung nicht erfolgen. Insgesamt ist die Vertriebskooperation mit SAP, welche 5% an GK hält und ein Vorkaufsrecht auf die Mehrheit besitzt, von unverändert entscheidender Bedeutung. Es kommt jedoch trotz gut gefüllter SAP-Vertriebspipeline oft erst mit großer Zeitverzögerung zu Projektabschlüssen. Hieraus hat die GK nun Konsequenzen gezogen und führt eine deutlich genauere Evaluierung der Pipeline durch, um die Kapazitätsauslastung besser zu planen. Insgesamt bleibt der Investment-Case damit intakt. Bei guter Auslastung des Teams der GK sind, wie historisch bereits wiederholt gezeigt, EBIT-Margen um 20% möglich. Vor dem Hintergrund der unverändert guten Projektpipeline wird für 2015 weiterhin mit deutlich höheren Margen gerechnet. Der unerwartete Wegfall einzelner Großprojekte, wie in 2014 erfolgt, ist grundsätzlich jedoch ein wesentlicher Risikofaktor des Geschäftes. Für 2015 wird vor dem Hintergrund einer grundsätzlich starken SAP-Projektpipeline eine gute Auslastung und damit verbunden ein hohes Margenniveau unterstellt. Die Aktie wird bei einem **Kursziel von EUR 50 weiter mit Kaufen eingestuft**.

<b>Schätzungsänderungen:</b> GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt) 46,0 7,0 4,5 0,0	+/- -4,3 % -56,2 % -85,4 % -85,1 %	2015e (alt) 50,0 9,8 7,0 0,0	+/- 0,0 % 0,0 % 0,0 % 0,0 %	2016e (alt) 53,0 11,7 8,7 0,0	+/- 0,0 % 0,0 % 0,0 % 0,0 %	<b>Kommentar zu den Änderungen:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Im laufenden Q4 sind keine großen Lizenzeinnahmen zu erwarten. Die ursprüngliche Ergebnisprognose (2014) ist somit nicht mehr erreichbar.</li> <li>Für 2015 wird, vor dem Hintergrund einer normalisierten Auslastung, wieder mit einer deutlich höheren EBIT-Marge gerechnet.</li> <li>Dabei werden die Projekte aus der SAP-Kooperation insgesamt deutlich sorgfältiger evaluiert.</li> </ul>
---	--	--	--	---	---	---	---

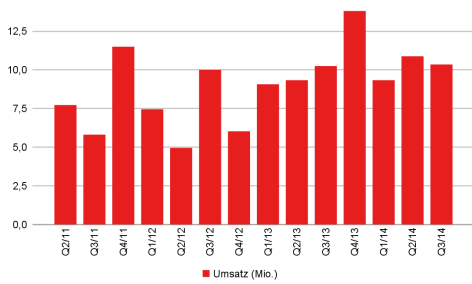


<b>Rel. Performance vs CDAX:</b>	
1 Monat:	-9,5 %
6 Monate:	-7,4 %
Jahresverlauf:	-31,3 %
Letzte 12 Monate:	8,2 %

<b>Unternehmenstermine:</b>	
29.04.15	FY 2014
28.05.15	Q2
18.06.15	HV

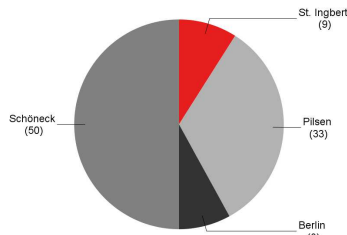
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	7,7 %	27,7	31,8	28,4	42,5	44,0	50,0	53,0
Veränd. Umsatz yoy		19,0 %	14,7 %	-10,5 %	49,4 %	3,6 %	13,6 %	6,0 %
<b>Rohertragsmarge</b>		96,8 %	102,8 %	99,8 %	91,3 %	92,0 %	93,0 %	93,0 %
<b>EBITDA</b>	48,4 %	8,0	8,6	2,9	3,6	3,1	9,8	11,7
Marge		28,8 %	27,1 %	10,1 %	8,4 %	7,0 %	19,5 %	22,0 %
<b>EBIT</b>	90,0 %	6,4	6,7	0,8	1,3	0,7	7,0	8,7
Marge		23,2 %	21,0 %	2,8 %	3,0 %	1,5 %	14,0 %	16,5 %
<b>Nettoergebnis</b>	101,0 %	4,5	4,6	0,7	0,8	0,5	5,0	6,2
<b>EPS</b>	96,6 %	2,68	2,55	0,38	0,43	0,25	2,62	3,27
<b>EPS adj.</b>	96,6 %	2,68	2,55	0,38	0,43	0,25	2,62	3,27
<b>DPS</b>	26,0 %	0,50	0,50	0,00	0,25	0,50	0,50	0,50
Dividendenrendite		1,0 %	1,1 %	0,0 %	0,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
<b>FCFPS</b>		-0,79	1,29	0,57	-0,22	-1,58	1,98	3,40
<b>EV / Umsatz</b>		2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,4 x	1,2 x	1,0 x
<b>EV / EBITDA</b>		9,4 x	8,1 x	22,4 x	12,7 x	20,5 x	6,2 x	4,7 x
<b>EV / EBIT</b>		11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	96,0 x	8,6 x	6,3 x
<b>KGV</b>		18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	148,0 x	14,1 x	11,3 x
<b>KGV ber.</b>		18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	148,0 x	14,1 x	11,3 x
<b>FCF Yield Potential</b>		8,2 %	9,5 %	4,2 %	7,0 %	4,6 %	12,8 %	16,6 %
<b>Nettoverschuldung</b>		-7,1	-8,4	-5,1	-10,5	-7,1	-9,9	-15,4
<b>ROE</b>		22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	1,4 %	14,0 %	15,5 %
<b>ROCE (NOPAT)</b>		31,9 %	25,0 %	3,0 %	3,6 %	1,9 %	18,4 %	22,6 %
<b>Guidance:</b>		Umsatz 2014 über Vorjahr						

**Entwicklung Umsatz**  
in Mio. EUR



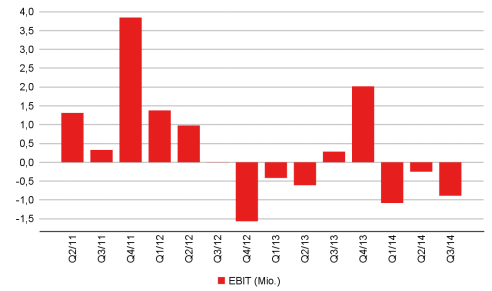
Quelle: Warburg Research

**Mitarbeiter nach Standorten**  
2014e; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung EBIT**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

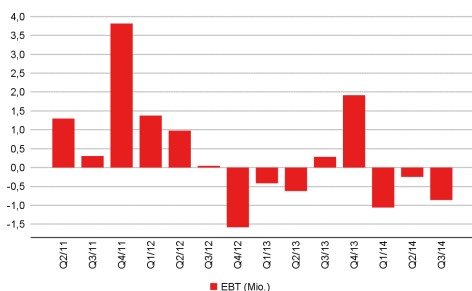
## Unternehmenshintergrund

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

## Wettbewerbsqualität

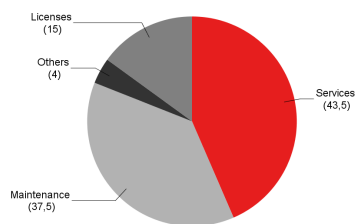
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern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

**Entwicklung EBT**  
in Mio. EUR



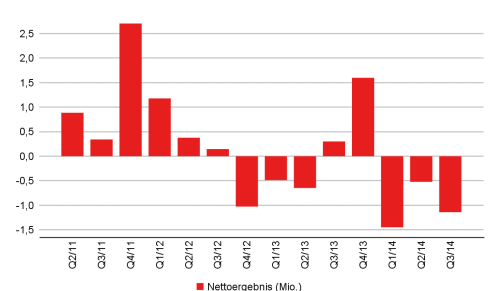
Quelle: Warburg Research

**Umsatz nach Segmenten**  
2013; in %



Quelle: Warburg Research

**Entwicklung Jahresüberschuss**  
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

**DCF Modell**

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Umsatz	44,0	50,0	53,0	55,7	58,4	61,4	64,4	67,6	71,0	74,6	78,3	80,3	82,3	
Umsatzwachstum	3,6 %	13,6 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	0,7	7,0	8,7	9,5	9,9	10,4	11,0	11,5	12,1	12,7	13,3	13,6	14,0	
EBIT-Marge	1,5 %	14,0 %	16,5 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	17,0 %	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	0,5	5,0	6,2	6,7	7,1	7,4	7,8	8,2	8,6	9,0	9,5	9,7	9,9	
Abschreibungen	2,4	2,8	2,9	2,8	2,9	3,1	2,6	2,0	2,1	0,7	0,8	0,8	0,8	
Abschreibungsquote	5,5 %	5,5 %	5,5 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Veränd. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	4,3	2,4	1,1	-4,6	-0,4	-0,5	-0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,4	0,4	
- Investitionen	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	1,4	0,7	0,8	0,8	0,8	
Investitionsquote	3,5 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	-3,0	3,8	6,5	11,7	8,6	9,1	9,0	7,5	8,6	8,2	8,6	9,3	9,5	9
Barwert FCF	-2,9	3,2	5,1	8,3	5,6	5,3	4,8	3,6	3,7	3,3	3,1	3,0	2,8	36
Anteil der Barwerte	6,39 %			51,03 %										42,58 %

**Modell-Parameter**

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Akte)	1,50
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	2,00
		Sonstiges	1,30
<b>WACC</b>	<b>10,20 %</b>	<b>Beta</b>	<b>1,40</b>

**Wertermittlung (Mio.)**

Barwerte bis 2026e	49		
Terminal Value	36		
Zinstr. Verbindlichkeiten	2		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	13	Aktienzahl (Mio.)	1,9
<b>Eigenkapitalwert</b>	<b>95</b>	<b>Wert je Aktie (EUR)</b>	<b>50,01</b>

**Sensitivität Wert je Aktie (EUR)**

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	<b>2,50 %</b>	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	<b>+0,0 pp</b>	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
<b>1,58</b>	11,2 %	43,32	43,69	44,09	44,52	44,97	45,44	45,95	<b>1,58</b>	11,2 %	40,70	41,97	43,24	44,52	45,79	47,06	48,33
<b>1,49</b>	10,7 %	45,67	46,12	46,60	47,10	47,63	48,20	48,81	<b>1,49</b>	10,7 %	43,04	44,40	45,75	47,10	48,45	49,80	51,16
<b>1,45</b>	10,5 %	46,96	47,44	47,96	48,51	49,10	49,72	50,39	<b>1,45</b>	10,5 %	44,32	45,72	47,12	48,51	49,91	51,30	52,70
<b>1,40</b>	10,2 %	48,31	48,85	49,41	<b>50,01</b>	50,66	51,35	52,08	<b>1,40</b>	10,2 %	45,69	47,13	48,57	<b>50,01</b>	51,46	52,90	54,34
<b>1,35</b>	10,0 %	49,75	50,34	50,96	51,62	52,33	53,08	53,90	<b>1,35</b>	10,0 %	47,14	48,63	50,13	51,62	53,11	54,60	56,09
<b>1,31</b>	9,7 %	51,29	51,92	52,60	53,33	54,11	54,95	55,85	<b>1,31</b>	9,7 %	48,70	50,24	51,79	53,33	54,88	56,42	57,97
<b>1,22</b>	9,2 %	54,66	55,43	56,25	57,14	58,10	59,13	60,25	<b>1,22</b>	9,2 %	52,15	53,82	55,48	57,14	58,81	60,47	62,13

- Softwareunternehmen wie GK erwirtschaften neben guten Tagessätzen in der Regel hohe Lizenzentnahmen
- Dies führt in der Regel zu hohen zweistelligen Margen
- Verzögerungen bei Projektabschlüssen und hohe strukturelle Aufwendungen belasteten das Unternehmen jedoch
- Das mittelfristige Margenziel bleibt etwa 20%.

**Wertermittlung**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KBV	3,4 x	2,8 x	2,4 x	1,7 x	2,1 x	1,9 x	1,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,12	10,44	9,67	13,13	13,13	16,11	19,80
EV / Umsatz	2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,4 x	1,2 x	1,0 x
EV / EBITDA	9,4 x	8,1 x	22,4 x	12,7 x	20,5 x	6,2 x	4,7 x
EV / EBIT	11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	96,0 x	8,6 x	6,3 x
EV / EBIT adj.*	11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	96,0 x	8,6 x	6,3 x
Kurs / FCF	n.a.	34,0 x	68,2 x	n.a.	n.a.	18,7 x	10,9 x
KGV	18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	148,0 x	14,1 x	11,3 x
KGV ber.*	18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	148,0 x	14,1 x	11,3 x
Dividendenrendite	1,0 %	1,1 %	0,0 %	0,8 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Free Cash Flow Yield Potential	8,2 %	9,5 %	4,2 %	7,0 %	4,6 %	12,8 %	16,6 %
*Adjustiert um:	-						

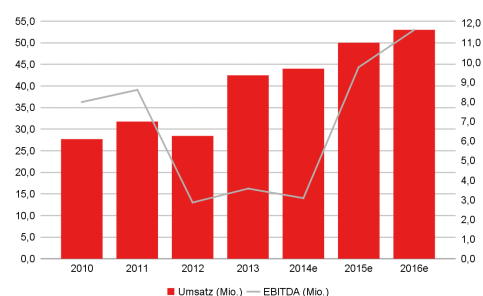
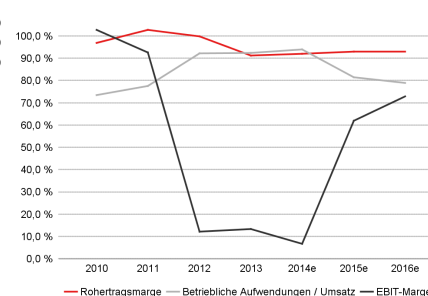
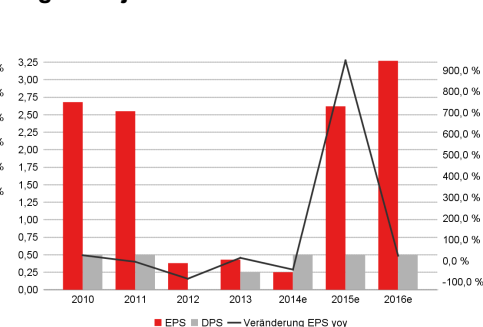
**GuV**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatz</b>	<b>27,7</b>	<b>31,8</b>	<b>28,4</b>	<b>42,5</b>	<b>44,0</b>	<b>50,0</b>	<b>53,0</b>
Veränd. Umsatz yoy	19,0 %	14,7 %	-10,5 %	49,4 %	3,6 %	13,6 %	6,0 %
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktiviere Eigenleistungen	0,6	1,5	0,7	0,4	0,4	0,5	0,5
<b>Gesamterlöse</b>	<b>28,3</b>	<b>33,2</b>	<b>29,0</b>	<b>42,8</b>	<b>44,4</b>	<b>50,5</b>	<b>53,5</b>
Materialaufwand	1,5	0,6	0,7	4,1	4,0	4,0	4,2
<b>Rohertrag</b>	<b>26,8</b>	<b>32,6</b>	<b>28,4</b>	<b>38,8</b>	<b>40,5</b>	<b>46,5</b>	<b>49,3</b>
<b>Rohermarge</b>	<b>96,8 %</b>	<b>102,8 %</b>	<b>99,8 %</b>	<b>91,3 %</b>	<b>92,0 %</b>	<b>93,0 %</b>	<b>93,0 %</b>
Personalaufwendungen	14,8	18,6	19,8	25,6	27,3	27,8	28,1
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,7	1,7	2,5	2,6	3,0	3,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,3	6,2	7,4	12,0	12,8	12,0	12,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>8,0</b>	<b>8,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>9,8</b>	<b>11,7</b>
<b>Marge</b>	<b>28,8 %</b>	<b>27,1 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>8,4 %</b>	<b>7,0 %</b>	<b>19,5 %</b>	<b>22,0 %</b>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8
<b>EBITA</b>	<b>7,5</b>	<b>8,0</b>	<b>2,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>9,0</b>	<b>10,9</b>
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,4	1,7	1,8	2,0	2,1
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBIT</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,7</b>
<b>Marge</b>	<b>23,2 %</b>	<b>21,0 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,0 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>16,5 %</b>
<b>EBIT adj.</b>	<b>6,4</b>	<b>6,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,7</b>
Zinserträge	0,2	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>7,0</b>	<b>8,7</b>
<b>Marge</b>	<b>22,8 %</b>	<b>20,7 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>2,7 %</b>	<b>1,5 %</b>	<b>14,0 %</b>	<b>16,5 %</b>
Steuern gesamt	1,8	2,0	0,1	0,4	0,2	2,0	2,5
<b>Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>
<b>Marge</b>	<b>16,1 %</b>	<b>14,4 %</b>	<b>2,4 %</b>	<b>1,8 %</b>	<b>1,1 %</b>	<b>9,9 %</b>	<b>11,7 %</b>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
<b>EPS</b>	<b>2,68</b>	<b>2,55</b>	<b>0,38</b>	<b>0,43</b>	<b>0,25</b>	<b>2,62</b>	<b>3,27</b>
EPS adj.	2,68	2,55	0,38	0,43	0,25	2,62	3,27

\*Adjustiert um:

**Guidance: Umsatz 2014 über Vorjahr****Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	73,5 %	77,6 %	92,1 %	92,5 %	94,0 %	81,5 %	79,0 %
Operating Leverage	1,7 x	0,2 x	8,4 x	1,3 x	-13,3 x	70,6 x	4,2 x
EBITDA / Interest expenses	26,1 x	31,2 x	14,9 x	16,0 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	29,1 %	30,5 %	17,6 %	34,2 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	18,7 %	19,6 %	0,0 %	58,6 %	203,3 %	19,1 %	15,3 %
Umsatz je Mitarbeiter	85.460	79.781	70.022	102.534	104.176	116.061	120.612

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

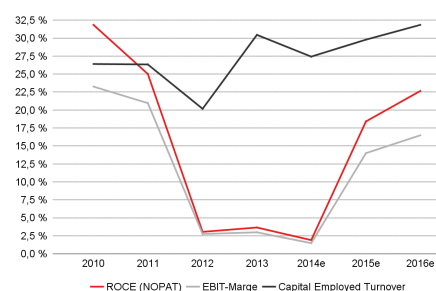
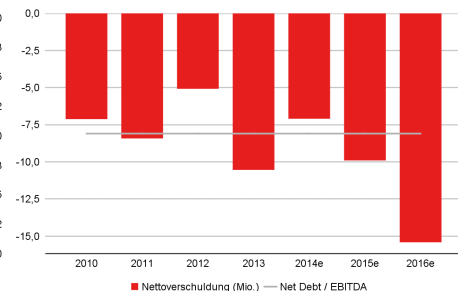
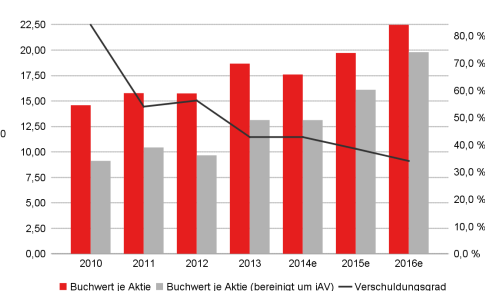
Quelle: Warburg Research

**Bilanz**

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,1	9,5	10,9	9,9	8,5	6,9	5,1
davon übrige imm. VG	2,7	3,1	4,5	3,5	2,1	0,5	-1,3
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Sachanlagen	4,0	4,1	4,9	4,8	5,3	5,8	6,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges langfristiges Vermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Anlagevermögen</b>	<b>13,2</b>	<b>13,7</b>	<b>15,8</b>	<b>14,7</b>	<b>13,8</b>	<b>12,7</b>	<b>11,3</b>
Vorräte	0,0	0,0	1,0	1,0	4,9	5,6	5,9
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,1	11,9	11,6	13,1	13,6	15,4	16,3
Liquide Mittel	13,4	13,9	10,3	13,7	10,3	13,1	18,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,1	4,0	5,4	5,2	5,2	5,2	5,2
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>31,6</b>	<b>29,8</b>	<b>28,3</b>	<b>33,0</b>	<b>34,0</b>	<b>39,3</b>	<b>46,0</b>
<b>Bilanzsumme (Aktiva)</b>	<b>44,8</b>	<b>43,5</b>	<b>44,1</b>	<b>47,7</b>	<b>47,8</b>	<b>51,9</b>	<b>57,3</b>
<b>Passiva</b>							
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Kapitalrücklage	13,9	14,2	14,4	18,2	18,2	18,2	18,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	4,1	9,3
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	8,6	12,2	12,0	13,4	13,4	13,4	13,4
Buchwert	24,3	28,2	28,2	33,4	33,4	37,5	42,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Eigenkapital</b>	<b>24,3</b>	<b>28,2</b>	<b>28,2</b>	<b>33,4</b>	<b>33,4</b>	<b>37,5</b>	<b>42,7</b>
Rückstellungen gesamt	1,4	1,8	4,6	3,5	3,5	3,5	3,5
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,3	0,2	1,7	0,9	0,9	0,9	0,9
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	6,0	5,2	3,5	2,3	2,3	2,3	2,3
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,7	0,8	2,2	1,3	1,3	1,3	1,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,5	0,3	0,8	1,0	1,0	1,1	1,2
Sonstige Verbindlichkeiten	12,6	7,9	6,9	7,6	7,6	7,6	7,6
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>20,5</b>	<b>15,2</b>	<b>15,9</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>	<b>14,6</b>
<b>Bilanzsumme (Passiva)</b>	<b>44,8</b>	<b>43,5</b>	<b>44,1</b>	<b>47,7</b>	<b>47,8</b>	<b>51,9</b>	<b>57,3</b>

**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitaleffizienz</b>							
Operating Assets Turnover	2,5 x	2,1 x	1,8 x	2,5 x	2,0 x	2,0 x	2,0 x
Capital Employed Turnover	1,6 x	1,6 x	1,2 x	1,9 x	1,7 x	1,8 x	1,9 x
ROA	34,0 %	33,4 %	4,3 %	5,2 %	3,4 %	39,3 %	54,9 %
<b>Kapitalverzinsung</b>							
ROCE (NOPAT)	31,9 %	25,0 %	3,0 %	3,6 %	1,9 %	18,4 %	22,6 %
ROE	22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	1,4 %	14,0 %	15,5 %
Adj. ROE	22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	1,4 %	14,0 %	15,5 %
<b>Bilanzqualität</b>							
Nettoverschuldung	-7,1	-8,4	-5,1	-10,5	-7,1	-9,9	-15,4
Nettofinanzverschuldung	-7,5	-8,6	-6,8	-11,5	-8,0	-10,8	-16,3
Net Gearing	-29,3 %	-29,8 %	-18,0 %	-31,5 %	-21,2 %	-26,4 %	-36,1 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Buchwert je Aktie	14,6	15,8	15,7	18,7	17,6	19,7	22,5
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,1	10,4	9,7	13,1	13,1	16,1	19,8

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

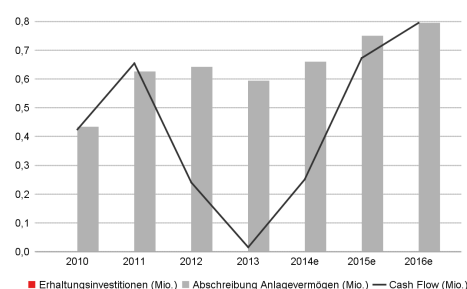
Quelle: Warburg Research

**Cash flow**

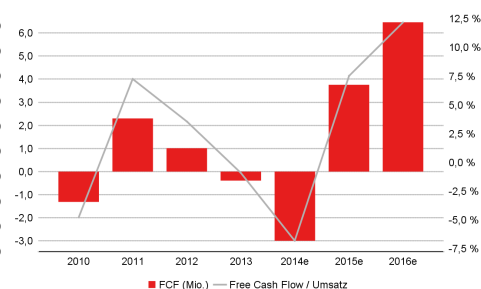
In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,5	4,6	0,7	0,8	0,5	5,0	6,2
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,4	1,7	1,8	2,0	2,1
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,2	1,6	-1,7	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-1,0	0,8	-1,6	-1,1	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow</b>	<b>4,9</b>	<b>7,5</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>	<b>2,9</b>	<b>7,7</b>	<b>9,1</b>
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,1	0,1	-3,9	-0,7	-0,3
Veränderung Forderungen aus L+L	-8,5	2,0	2,4	2,4	-0,5	-1,8	-0,9
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	5,3	-4,8	-2,2	-1,0	0,0	0,1	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-3,2	-2,8	0,3	1,5	-4,3	-2,4	-1,1
<b>Cash Flow aus operativer Tätigkeit</b>	<b>1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>3,1</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>5,3</b>	<b>8,0</b>
Investitionen in iAV	-1,9	-1,7	-0,9	-0,9	-0,3	-0,4	-0,4
Investitionen in Sachanlagen	-1,1	-0,7	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,4	0,0	-1,6	1,2	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-4,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,7	-0,7	-1,8	-1,2	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-1,7	-0,9	-0,9	0,0	-0,4	-1,0	-1,0
Erwerb eigener Aktien	6,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	3,8	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>3,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,0</b>
Veränderung liquide Mittel	2,8	0,4	-3,6	3,4	-3,4	2,8	5,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Endbestand liquide Mittel</b>	<b>13,4</b>	<b>13,9</b>	<b>10,3</b>	<b>13,7</b>	<b>10,3</b>	<b>13,1</b>	<b>18,6</b>

**Kennzahlen**

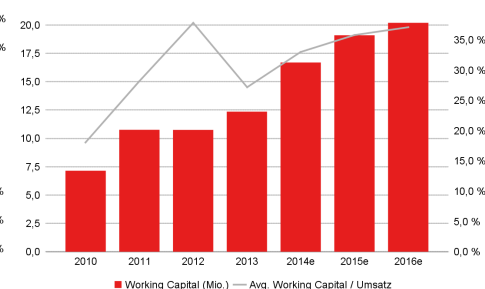
	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Kapitalfluss</b>							
FCF	-1,3	2,3	1,0	-0,4	-3,0	3,8	6,5
Free Cash Flow / Umsatz	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	-0,9 %	-6,8 %	7,5 %	12,2 %
Free Cash Flow Potential	6,1	6,6	2,7	3,2	2,9	7,7	9,1
Free Cash Flow / Umsatz	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	-0,9 %	-6,8 %	7,5 %	12,2 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-29,4 %	50,4 %	149,7 %	-51,0 %	-641,0 %	75,6 %	104,1 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,5 %	1,4 %	1,9 %	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,8 %	4,9 %	4,4 %	7,7 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Verwaltung von Finanzmitteln</b>							
Investitionsquote	10,8 %	7,7 %	7,2 %	5,0 %	3,5 %	3,1 %	3,0 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	192,6 %	125,7 %	99,2 %	92,0 %	63,9 %	56,8 %	53,6 %
Avg. Working Capital / Umsatz	18,0 %	28,2 %	37,8 %	27,2 %	33,0 %	35,8 %	37,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	2964,1 %	3630,7 %	1379,5 %	1356,9 %	1360,0 %	1400,0 %	1358,3 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	0,7 x	3,9 x	0,8 x	0,7 x	0,7 x
Receivables collection period (Tage)	186	137	149	113	113	112	112
Payables payment period (Tage)	113	197	457	86	92	100	103
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	-252	-37	425	495	492

**Investitionen und Cash Flow**  
in Mio. EUR

Quelle: Warburg Research

**Free Cash Flow Generation**

Quelle: Warburg Research

**Working Capital**

Quelle: Warburg Research

## RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

## URHEBERRECHTE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## QUELLEN

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



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

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

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

**ANLAGEEMPFEHLUNG**

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

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

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	60
Halten	64	34
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
<b>Gesamt</b>	<b>188</b>	<b>100</b>

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

... unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen.

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	89	64
Halten	43	31
Verkaufen	3	2
Empf. ausgesetzt	3	2
<b>Gesamt</b>	<b>138</b>	<b>100</b>

**KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [01.12.2014]**


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

**EQUITIES**

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

**RESEARCH**

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

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

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

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

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

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

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

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

**Frank Laser** +49 40 309537-235  
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

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

**Malte Räther** +49 40 309537-185  
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

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

**Christopher Rodler** +49 40 309537-290  
Utilities crodler@warburg-research.com

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

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

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

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

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

**Stephan Wulf** +49 40 309537-150  
Utilities swulf@warburg-research.com

**INSTITUTIONAL EQUITY SALES**

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

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

**Christian Alisch** +49 40 3282-2667  
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

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

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

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

**Ömer Güven** +49 40 3282-2633  
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

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

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

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

**Philipp Stumpfegger** +49 40 3282-2635  
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

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

**SALES TRADING**

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

**Thekla Struve** +49 40 3282-2668  
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

**Gudrun Bolsen** +49 40 3282-2679  
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

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

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

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

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

**MACRO RESEARCH**

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

**Matthias Thiel** +49 40 3282-2401  
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

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

**Our research can be found under:**

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

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

**For access please contact:**

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

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