

Buy EUR 53,00 (EUR 54,00) Kurs EUR 40,00 Upside 32,5 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 52,97 FCF-Value Potential: 54,72	Aktien Daten: Bloomberg: GKS GR Reuters: GKSG ISIN: DE0007571424	Beschreibung: Führendes Softwareunternehmen für den stationären Einzelhandel
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 76,0 Aktienanzahl (Mio.): 1,9 EV: 65,4 Freefloat MC: 34,0 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 15,30	Aktionäre: Freefloat 44,8 % GK Software Holding 49,6 % Rainer Gläß 3,3 % Stephan Kronmüller 2,3 %	Risikoprofil (WRe): 2014e Beta: 1,2 KBV: 2,0 x EK-Quote: 72 % Net Fin. Debt / EBITDA: -1,3 x Net Debt / EBITDA: -1,2 x

Typisch schwaches Q1

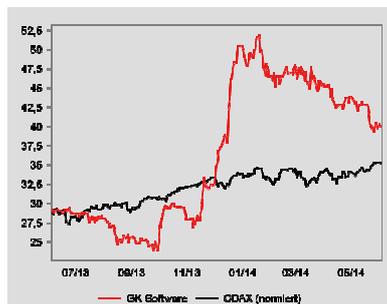
Berichtete Kennzahlen Q1/2014: in Mio. EUR	Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> Am 30.05.14 legte die GK Software die Geschäftszahlen für das erste Quartal 2014 vor. Diese lagen leicht unterhalb der Erwartung und zeigten keine weiteren Projektabschlüsse. 																																								
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Q1/14</th> <th>Q1/14e</th> <th>Q1/13</th> <th>yoy</th> <th>2014e</th> <th>2013</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>9,3</td> <td>9,2</td> <td>9,1</td> <td>2,9%</td> <td>45,3</td> <td>42,5</td> <td>6,7%</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>-1,1</td> <td>-0,3</td> <td>-0,4</td> <td>159,3%</td> <td>6,1</td> <td>1,3</td> <td>379,9%</td> </tr> <tr> <td><i>Marge</i></td> <td>-11,6%</td> <td>-3,3%</td> <td>-4,6%</td> <td></td> <td>13,5%</td> <td>3,0%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>EPS in EUR</td> <td>-0,81</td> <td>-0,20</td> <td>-0,27</td> <td>200,0%</td> <td>2,28</td> <td>0,43</td> <td>430,2%</td> </tr> </tbody> </table>		Q1/14	Q1/14e	Q1/13	yoy	2014e	2013	yoy	Umsatz	9,3	9,2	9,1	2,9%	45,3	42,5	6,7%	EBIT	-1,1	-0,3	-0,4	159,3%	6,1	1,3	379,9%	<i>Marge</i>	-11,6%	-3,3%	-4,6%		13,5%	3,0%		EPS in EUR	-0,81	-0,20	-0,27	200,0%	2,28	0,43	430,2%	
	Q1/14	Q1/14e	Q1/13	yoy	2014e	2013	yoy																																		
Umsatz	9,3	9,2	9,1	2,9%	45,3	42,5	6,7%																																		
EBIT	-1,1	-0,3	-0,4	159,3%	6,1	1,3	379,9%																																		
<i>Marge</i>	-11,6%	-3,3%	-4,6%		13,5%	3,0%																																			
EPS in EUR	-0,81	-0,20	-0,27	200,0%	2,28	0,43	430,2%																																		

Insbesondere **fehlende Lizenzerlöse** wirkten sich im berichteten Q1 negativ aus. Fehlende Abschlüsse und damit ein vergleichsweise schwaches Q1 sind bei GK jedoch nicht untypisch, da wesentliche Neuverträge normalerweise im zweiten Halbjahr abgeschlossen werden. Auch im Vorjahr fiel das Q1 schwach aus, wenngleich der Verlust aufgrund der gestiegenen Kostenbasis in diesem Q1 höher ausfiel. Die höheren Kosten entstanden jedoch wesentlich aufgrund von Marketingaufwendungen, Personalanwerbung und Urlaubsrückstellungen (hohe Auslastung). Die Aussichten sind weiterhin positiv, was insbesondere für die Zusammenarbeit mit SAP gilt:

- **Gemeinsame Messeauftritte der GK mit SAP in New York und Düsseldorf** haben zu einer gut gefüllten Pipeline an potenziellen Kunden geführt und unterstreichen erneut die enge Zusammenarbeit mit SAP.
- Auch auf der **SAP-Hausmesse** in Orlando („Sapphire“, 3. – 5. Juni) wird weiter an diesem Potenzial gearbeitet.

Zudem haben sich im Heimatmarkt Deutschland Opportunitäten ergeben, die der Direktvertrieb der GK adressiert. Vor diesem Hintergrund bleibt die GK weiter abhängig von einzelnen Projektabschlüssen. Insbesondere im SAP-Umfeld bietet sich nach wie vor das Potenzial großer Abschlüsse. Die Aktie wird bei einem leicht reduzierten Kursziel von **EUR 53 weiter mit Kaufen eingestuft**.

Schätzungsänderungen: GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Kommentar zu den Änderungen: <ul style="list-style-type: none"> Aufgrund des im Rahmen der Erwartungen liegenden Umsatzes des Q1 sowie der sehr gut gefüllten Projekt Pipeline wird eine leichte Anhebung der Umsatzprognose vorgenommen. Die Kostenbasis indizierte im Q1 ein relativ hohes Niveau. Dies berücksichtigt wird die Ertragsprognose reduziert. Insbesondere Personalanwerbungskosten und Marketingaufwendungen wurden deutlich erhöht. 																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2014e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2015e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2016e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>40,5</td> <td>11,9 %</td> <td>44,5</td> <td>7,8 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>9,9</td> <td>-13,0 %</td> <td>10,9</td> <td>-3,0 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>7,3</td> <td>-15,7 %</td> <td>8,0</td> <td>-0,8 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> <tr> <td>EPS</td> <td>0,0</td> <td>-16,2 %</td> <td>0,0</td> <td>-1,3 %</td> <td>n.a.</td> <td>n.m.</td> </tr> </tbody> </table>		2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	Umsatz	40,5	11,9 %	44,5	7,8 %	n.a.	n.m.	EBITDA	9,9	-13,0 %	10,9	-3,0 %	n.a.	n.m.	EBIT	7,3	-15,7 %	8,0	-0,8 %	n.a.	n.m.	EPS	0,0	-16,2 %	0,0	-1,3 %	n.a.	n.m.	
	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -																														
Umsatz	40,5	11,9 %	44,5	7,8 %	n.a.	n.m.																														
EBITDA	9,9	-13,0 %	10,9	-3,0 %	n.a.	n.m.																														
EBIT	7,3	-15,7 %	8,0	-0,8 %	n.a.	n.m.																														
EPS	0,0	-16,2 %	0,0	-1,3 %	n.a.	n.m.																														

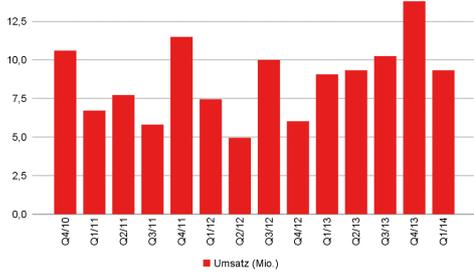


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	-12,3 %
6 Monate:	6,0 %
Jahresverlauf:	-24,9 %
Letzte 12 Monate:	16,6 %

Unternehmenstermine:	
18.06.14	HV
27.08.14	Q2
26.11.14	Q3

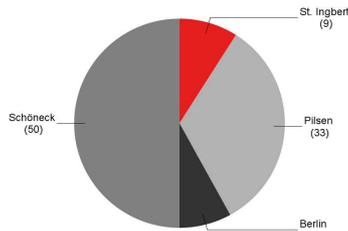
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	6,2 %	27,7	31,8	28,4	42,5	45,3	48,0	50,9
<i>Veränd. Umsatz yoy</i>		19,0 %	14,7 %	-10,5 %	49,4 %	6,7 %	6,0 %	6,0 %
<i>Rohertragsmarge</i>		96,8 %	102,8 %	99,8 %	91,3 %	93,0 %	93,0 %	93,0 %
EBITDA	46,4 %	8,0	8,6	2,9	3,6	8,6	10,6	11,2
<i>Marge</i>		28,8 %	27,1 %	10,1 %	8,4 %	19,0 %	22,0 %	22,0 %
EBIT	87,5 %	6,4	6,7	0,8	1,3	6,1	7,9	8,4
<i>Marge</i>		23,2 %	21,0 %	2,8 %	3,0 %	13,5 %	16,5 %	16,5 %
Nettoergebnis	98,3 %	4,5	4,6	0,7	0,8	4,3	5,6	6,0
EPS	94,0 %	2,68	2,55	0,38	0,43	2,28	2,96	3,14
EPS adj.	94,0 %	2,68	2,55	0,38	0,43	2,28	2,96	3,14
DPS	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 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
FCFPS		-0,79	1,29	0,57	-0,22	0,24	3,00	3,16
EV / Umsatz		2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,4 x	1,3 x	1,1 x
EV / EBITDA		9,4 x	8,1 x	22,4 x	12,7 x	7,6 x	5,7 x	5,0 x
EV / EBIT		11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	10,7 x	7,7 x	6,6 x
KGV		18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	17,5 x	13,5 x	12,7 x
KGV ber.		18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	17,5 x	13,5 x	12,7 x
FCF Yield Potential		8,2 %	9,5 %	4,2 %	7,0 %	10,4 %	13,6 %	15,7 %
Nettoverschuldung		-7,1	-8,4	-5,1	-10,5	-10,5	-15,3	-20,3
ROE		22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	12,3 %	14,2 %	13,4 %
ROCE (NOPAT)		31,9 %	25,0 %	3,0 %	3,6 %	17,5 %	21,0 %	22,3 %
Guidance:	n.a.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



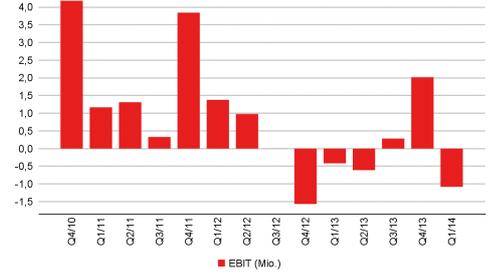
Quelle: Warburg Research

Mitarbeiter nach Standorten
2014e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

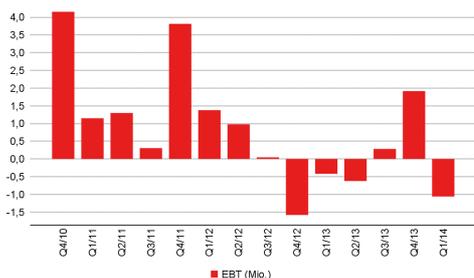
Unternehmenshintergrund

- 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

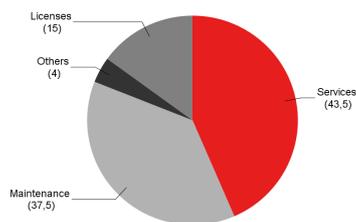
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern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



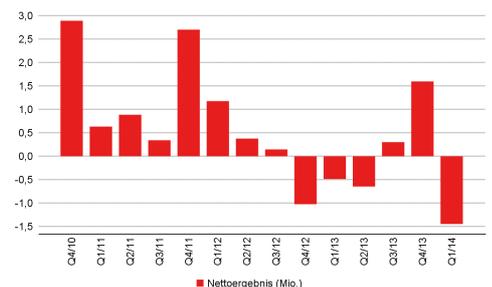
Quelle: Warburg Research

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	45,3	48,0	50,9	53,4	56,1	58,9	61,8	64,9	68,2	71,6	75,2	77,1	79,0	
Umsatzwachstum	6,7 %	6,0 %	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	6,1	7,9	8,4	9,1	9,5	10,0	10,5	11,0	11,6	12,2	12,8	13,1	13,4	
EBIT-Marge	13,5 %	16,5 %	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	4,3	5,6	6,0	6,4	6,8	7,1	7,5	7,8	8,2	8,6	9,1	9,3	9,5	
Abschreibungen	2,5	2,6	2,8	2,7	2,8	2,9	2,5	1,9	2,0	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	4,8	1,0	1,2	-4,4	-0,4	-0,4	-0,5	0,7	0,7	0,8	0,8	0,4	0,4	
- Investitionen	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9	1,9	1,4	0,7	0,8	0,8	0,8	
Investitionsquote	3,4 %	3,3 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	1,0 %	
Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Free Cash Flow (WACC-Modell)	0,4	5,7	6,0	11,2	8,3	8,7	8,6	7,2	8,2	7,9	8,3	8,9	9,1	9
Barwert FCF	0,4	4,6	4,5	7,6	5,1	5,0	4,5	3,4	3,6	3,1	3,0	3,0	2,8	40
Anteil der Barwerte	10,41 %			45,15 %										44,44 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,00
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,30
Marktrendite	8,00 %	Zyklizität	1,20
Risikofreie Rendite	2,50 %	Transparenz	1,40
		Sonstiges	1,30
WACC	9,32 %	Beta	1,24

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2026e	51		
Terminal Value	40		
Zinstr. Verbindlichkeiten	2		
Pensionsrückstellungen	1		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	13	Aktienzahl (Mio.)	1,9
Eigenkapitalwert	101	Wert je Aktie (EUR)	52,97

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Beta	WACC	Ewiges Wachstum							Beta	WACC	Delta EBIT-Marge						
		1,75 %	2,00 %	2,25 %	2,50 %	2,75 %	3,00 %	3,25 %			-1,5 pp	-1,0 pp	-0,5 pp	+0,0 pp	+0,5 pp	+1,0 pp	+1,5 pp
1,42	10,3 %	45,05	45,51	45,99	46,50	47,04	47,62	48,24	1,42	10,3 %	42,71	43,97	45,23	46,50	47,76	49,02	50,28
1,33	9,8 %	47,78	48,32	48,90	49,51	50,17	50,88	51,65	1,33	9,8 %	45,45	46,81	48,16	49,51	50,87	52,22	53,58
1,29	9,6 %	49,27	49,87	50,50	51,18	51,91	52,70	53,55	1,29	9,6 %	46,97	48,37	49,78	51,18	52,59	53,99	55,40
1,24	9,3 %	50,86	51,52	52,22	52,97	53,79	54,66	55,61	1,24	9,3 %	48,59	50,05	51,51	52,97	54,43	55,90	57,36
1,19	9,1 %	52,56	53,29	54,06	54,90	55,80	56,78	57,84	1,19	9,1 %	50,34	51,86	53,38	54,90	56,42	57,94	59,46
1,15	8,8 %	54,39	55,19	56,05	56,98	57,99	59,08	60,27	1,15	8,8 %	52,22	53,81	55,39	56,98	58,56	60,15	61,73
1,06	8,3 %	58,45	59,44	60,51	61,67	62,94	64,32	65,84	1,06	8,3 %	56,48	58,21	59,94	61,67	63,40	65,13	66,86

- 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	2,0 x	1,8 x	1,6 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,12	10,44	9,67	13,13	15,19	18,47	21,99
EV / Umsatz	2,7 x	2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,4 x	1,3 x	1,1 x
EV / EBITDA	9,4 x	8,1 x	22,4 x	12,7 x	7,6 x	5,7 x	5,0 x
EV / EBIT	11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	10,7 x	7,7 x	6,6 x
EV / EBIT adj.*	11,7 x	10,5 x	81,4 x	35,5 x	10,7 x	7,7 x	6,6 x
Kurs / FCF	n.a.	34,0 x	68,2 x	n.a.	169,1 x	13,3 x	12,7 x
KGV	18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	17,5 x	13,5 x	12,7 x
KGV ber.*	18,4 x	17,1 x	101,4 x	72,5 x	17,5 x	13,5 x	12,7 x
Dividendenrendite	1,0 %	1,1 %	0,0 %	0,8 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
Free Cash Flow Yield Potential	8,2 %	9,5 %	4,2 %	7,0 %	10,4 %	13,6 %	15,7 %
*Adjustiert um:	-						

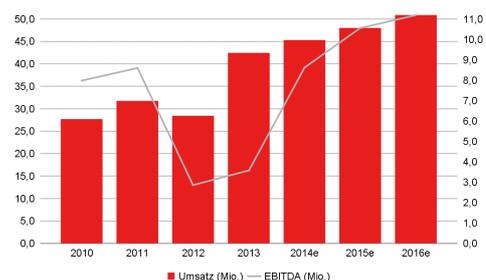
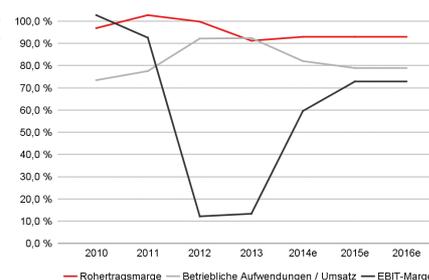
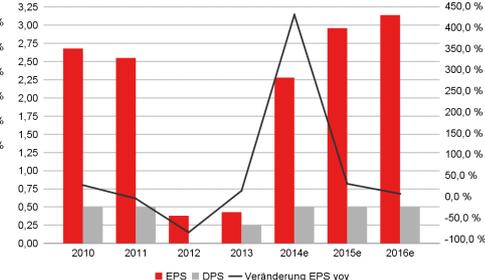
GuV

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Umsatz	27,7	31,8	28,4	42,5	45,3	48,0	50,9
Veränd. Umsatz yoy	19,0 %	14,7 %	-10,5 %	49,4 %	6,7 %	6,0 %	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	0,5	0,5	0,5
Gesamterlöse	28,3	33,2	29,0	42,8	45,8	48,5	51,4
Materialaufwand	1,5	0,6	0,7	4,1	3,6	3,8	4,1
Rohrertrag	26,8	32,6	28,4	38,8	42,1	44,6	47,3
Rohermarge	96,8 %	102,8 %	99,8 %	91,3 %	93,0 %	93,0 %	93,0 %
Personalaufwendungen	14,8	18,6	19,8	25,6	24,5	25,4	27,0
Sonstige betriebliche Erträge	1,4	0,7	1,7	2,5	2,7	2,9	3,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	5,3	6,2	7,4	12,0	11,8	11,5	12,2
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,0	8,6	2,9	3,6	8,6	10,6	11,2
Marge	28,8 %	27,1 %	10,1 %	8,4 %	19,0 %	22,0 %	22,0 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8
EBITA	7,5	8,0	2,2	3,0	7,9	9,8	10,4
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,3	1,4	1,7	1,8	1,9	2,0
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,4	6,7	0,8	1,3	6,1	7,9	8,4
Marge	23,2 %	21,0 %	2,8 %	3,0 %	13,5 %	16,5 %	16,5 %
EBIT adj.	6,4	6,7	0,8	1,3	6,1	7,9	8,4
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
EBT	6,3	6,6	0,8	1,2	6,1	7,9	8,4
Marge	22,8 %	20,7 %	2,9 %	2,7 %	13,5 %	16,5 %	16,5 %
Steuern gesamt	1,8	2,0	0,1	0,4	1,8	2,3	2,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,5	4,6	0,7	0,8	4,3	5,6	6,0
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,5	4,6	0,7	0,8	4,3	5,6	6,0
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	4,5	4,6	0,7	0,8	4,3	5,6	6,0
Marge	16,1 %	14,4 %	2,4 %	1,8 %	9,6 %	11,7 %	11,7 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9
EPS	2,68	2,55	0,38	0,43	2,28	2,96	3,14
EPS adj.	2,68	2,55	0,38	0,43	2,28	2,96	3,14

*Adjustiert um:

Guidance: n.a.**Kennzahlen**

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	73,5 %	77,6 %	92,1 %	92,5 %	82,0 %	79,0 %	79,0 %
Operating Leverage	1,7 x	0,2 x	8,4 x	1,3 x	56,7 x	5,0 x	1,0 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 %	21,9 %	16,9 %	15,9 %
Umsatz je Mitarbeiter	85.460	79.781	70.022	102.534	107.254	111.419	115.788

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

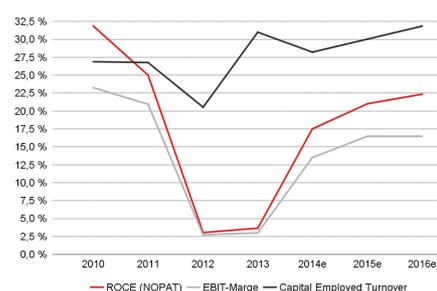
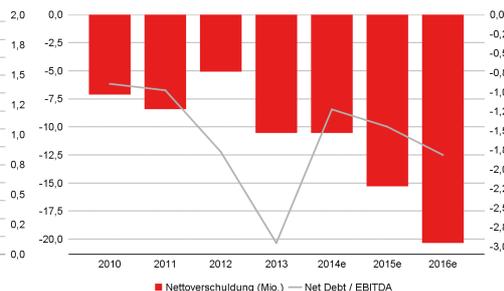
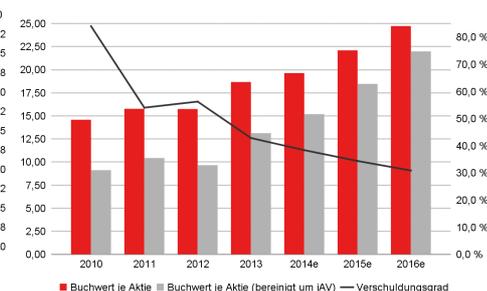
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,1	9,5	10,9	9,9	8,5	6,9	5,2
davon übrige imm. VG	2,7	3,1	4,5	3,5	2,0	0,5	-1,2
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
Anlagevermögen	13,2	13,7	15,8	14,7	13,8	12,7	11,5
Vorräte	0,0	0,0	1,0	1,0	5,0	5,3	5,7
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	14,1	11,9	11,6	13,1	14,0	14,8	15,7
Liquide Mittel	13,4	13,9	10,3	13,7	13,7	18,5	23,5
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,1	4,0	5,4	5,2	5,2	5,2	5,2
Umlaufvermögen	31,6	29,8	28,3	33,0	37,9	43,8	50,1
Bilanzsumme (Aktiva)	44,8	43,5	44,1	47,7	51,7	56,4	61,6
Passiva							
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	3,9	8,6	13,6
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	37,3	42,0	47,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	24,3	28,2	28,2	33,4	37,3	42,0	47,0
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
Verbindlichkeiten	20,5	15,2	15,9	14,3	14,4	14,5	14,6
Bilanzsumme (Passiva)	44,8	43,5	44,1	47,7	51,7	56,4	61,6

Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitaleffizienz							
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 %	31,5 %	44,3 %	52,0 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	31,9 %	25,0 %	3,0 %	3,6 %	17,5 %	21,0 %	22,3 %
ROE	22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	12,3 %	14,2 %	13,4 %
Adj. ROE	22,6 %	17,4 %	2,4 %	2,5 %	12,3 %	14,2 %	13,4 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-7,1	-8,4	-5,1	-10,5	-10,5	-15,3	-20,3
Nettofinanzverschuldung	-7,5	-8,6	-6,8	-11,5	-11,5	-16,2	-21,3
Net Gearing	-29,3 %	-29,8 %	-18,0 %	-31,5 %	-28,3 %	-36,4 %	-43,3 %
Net Fin. Debt / EBITDA	-93,4 %	-100,2 %	-237,5 %	-321,0 %	-133,1 %	-153,5 %	-189,9 %
Buchwert je Aktie	14,6	15,8	15,7	18,7	19,6	22,1	24,7
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	9,1	10,4	9,7	13,1	15,2	18,5	22,0

Entwicklung ROCE

Nettoverschuldung
in Mio. EUR

Buchwert je Aktie
in EUR


Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

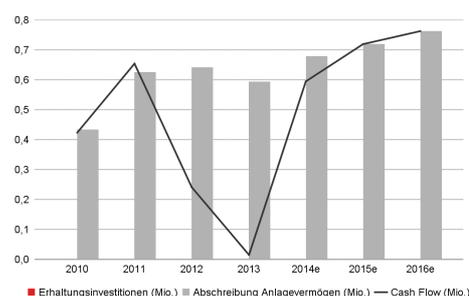
Cash flow

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,5	4,6	0,7	0,8	4,3	5,6	6,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,4	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	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	1,9	2,0
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
Cash Flow	4,9	7,5	2,8	0,2	6,8	8,3	8,8
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,1	0,1	-4,0	-0,3	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-8,5	2,0	2,4	2,4	-0,9	-0,8	-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	-4,8	-1,0	-1,2
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,7	4,7	3,1	1,7	2,0	7,3	7,6
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
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2,7	-2,7	-4,0	-0,9	-1,5	-1,6	-1,6
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
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	3,8	-1,6	-2,7	2,6	-0,4	-1,0	-1,0
Veränderung liquide Mittel	2,8	0,4	-3,6	3,4	0,0	4,7	5,0
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	13,4	13,9	10,3	13,7	13,7	18,5	23,5

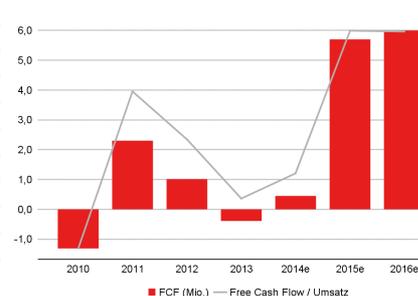
Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FCF	-1,3	2,3	1,0	-0,4	0,4	5,7	6,0
Free Cash Flow / Umsatz	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	-0,9 %	1,0 %	11,9 %	11,8 %
Free Cash Flow Potential	6,1	6,6	2,7	3,2	6,8	8,3	8,8
Free Cash Flow / Umsatz	-4,7 %	7,2 %	3,6 %	-0,9 %	1,0 %	11,9 %	11,8 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-29,4 %	50,4 %	149,7 %	-51,0 %	10,4 %	101,4 %	100,6 %
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 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	10,8 %	7,7 %	7,2 %	5,0 %	3,4 %	3,3 %	3,1 %
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 %	62,1 %	59,2 %	55,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	18,0 %	28,2 %	37,8 %	27,2 %	32,6 %	36,9 %	36,9 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	2964,1 %	3630,7 %	1379,5 %	1356,9 %	1400,0 %	1345,5 %	1308,3 %
Vorratumschlag	n.a.	n.a.	0,7 x	3,9 x	0,7 x	0,7 x	0,7 x
Receivables collection period (Tage)	186	137	149	113	113	113	113
Payables payment period (Tage)	113	197	457	86	101	105	108
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	n.a.	-252	-37	478	478	489

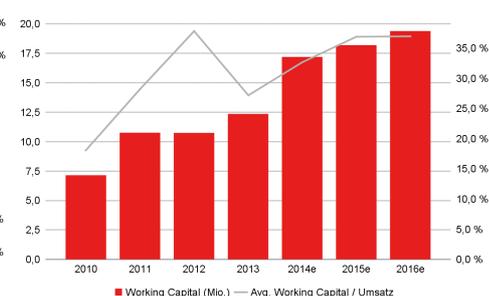
Investitionen und Cash Flow in Mio. EUR



Free Cash Flow Generation



Working Capital



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

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

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

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

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.

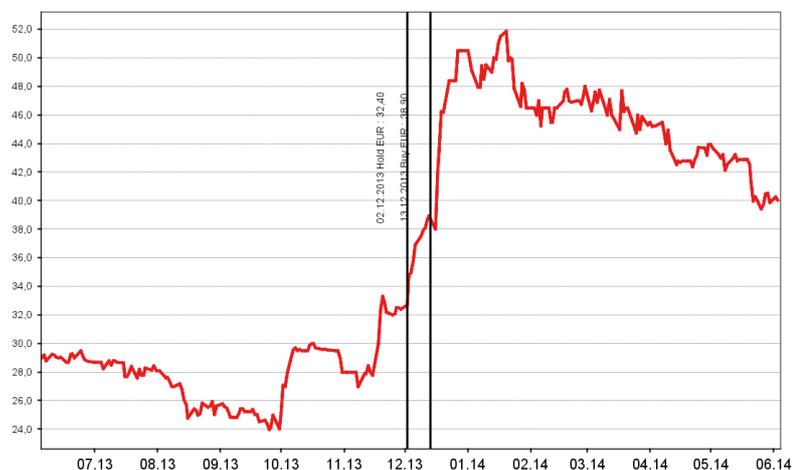
WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	104	53
Halten	79	40
Verkaufen	11	6
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	198	100

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	83	57
Halten	53	36
Verkaufen	7	5
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	146	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [04.06.2014]


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.

RESEARCH

Roland Rapelius Head of Research	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com	Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Henner Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com	Malte Rätther Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Harald Hof Medtech	+49 40 309537-125 hhof@warburg-research.com	Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Oliver Schwarz Chemicals, Agriculture	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Björn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Tim Beckmann United Kingdom	+49 40 3282-2665 tbeckmann@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Ömer Güven Germany	+49 40 3282-2633 ogueven@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Michael Ilgenstein Sales Trading	+49 40 3282-2700 milgenstein@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Jan Walter Sales Trading	+49 40 3262-2662 jwalter@mmwarburg.com
Katharina Merkel Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kmerckel@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper Sales Assistance	+49 40 3282-2632 aschaper@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
---	--	---	---