

Halten (alt: Halten)

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

Kurs EUR 50,63
Bloomberg GKS GR
Reuters GKSG
Branche Software

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



Aktien Daten: 23.11.2010 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 84,3 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 79,6 Mio.
Buchwert: EUR 17,4 Mio.
Aktienanzahl: 1,7 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 70,0 Tsd.

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

Termine:

Wichtige Kunden und Partnerschaften

Am 23.11.10 legte die GK-Software AG die vorläufigen Geschäftszahlen für das dritte Quartal 2010 vor. Diese lagen leicht unterhalb der Erwartungen. Auf Stand-Alone-Basis war das dritte Quartal sogar leicht negativ. Da das Geschäftsmodell der GK jedoch entscheidend von der Revenue-Recognition bei Lizenz-Umsätzen abhängt, sind hohe Schwankungen im traditionell schwachen Q3 durchaus üblich. Fehlende Lizenzerlöse sollten sich nun im vierten Quartal materialisieren.

GK Software - Q3 2010								
Angaben in Mio. EUR								
	Q3/10	Q3/10e	Q3/09	yoy	9M/10	9M/10e	9M/09	yoy
Umsatz	4,6	4,9	4,6	-0,3%	17,1	17,4	13,2	29,8%
EBIT	-0,2	0,1	-0,4	-41,8%	2,3	2,6	0,7	217,8%
<i>Marge</i>	-4,7%	2,7%	-8,1%		13,2%	14,9%	5,4%	
EPS in EUR	-0,03	0,16	-0,20	-85,0%	0,94	1,13	0,31	203,2%

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

GK zeichnet sich unter den Softwareanbietern im Einzelhandel durch eine hohe Stetigkeit aus. Projekte werden in Time and Budget abgeliefert. Neben einem starken Bestandskundengeschäft konnte GK in 2010 u.a. einige wegweisende Kunden gewinnen:

- Mit Mpreis konnte der erste österreichische Kunde gewonnen werden. Für diesen werden 182 Designer-Supermärkte in Österreich und Italien ausgestattet. Gleichzeitig werden zahlreiche neue Funktionen für Bäckereien integriert. **Dieser Rollout hat Referenzcharakter für Österreich.**
- Mit Ludwig Beck konnte ein bekannter Name aus dem Bereich „Fashion“ gewonnen werden. Die Erweiterung um zahlreiche mode-spezifische Features macht dieses Projekt zu einer ersten wichtigen **Referenz im Segment Fashion.**
- Bereits zuvor konnte GK ein internationales Projekt mit Hornbach und die Gewinnung des führenden russischen Einzelhändlers „X5“ vermelden.

Auch im Bereich strategischer Partnerschaften konnte GK seine Aufstellung weiter verbessern:

- Die **Partnerschaft mit SAP wurde erweitert.** Neben der Zusammenarbeit im Projekt „EDEKA“ wird mit SAP die Vertriebspartnerschaft intensiviert. SAP wird weitere Filiallösungen der GK direkt vertreiben. Als weiterer Erfolg konnte bereits ein Folgeauftrag im Rahmen des Edeka-Projektes bekannt gegeben werden.
- Auch die **Partnerschaft mit IBM konnte intensiviert** werden. Hierbei geht es vor allem um die Portierung der Lösungen von GK auf die relativ alte aber weit verbreitete IBM-Plattform 4690. Hieraus können sich für GK ebenfalls interessante Geschäftspotenziale ergeben.

Die Prognosen werden beibehalten. Das Rating lautet weiter Halten.

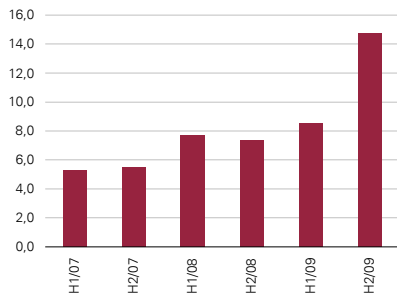
Änderung	2010e		2011e		2012e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	26,7	0	32,0	0	36,8	0
EBIT	5,0	0	6,3	0	7,2	0
EPS	2,24	0	2,80	0	3,20	0

Geschäftsjahresende:							
31.12.							
in EUR Mio							
	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	7,1	10,7	15,0	23,3	26,7	32,0	36,8
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	69,7 %	51,8 %	39,9 %	54,9 %	14,7 %	19,9 %	15,0 %
Rohertrag	8,1	10,8	14,1	22,9	26,2	31,4	36,1
<i>Rohertragsmarge</i>	115,1 %	100,7 %	93,6 %	98,4 %	98,0 %	98,0 %	98,0 %
EBITDA	0,3	2,9	2,9	6,2	6,7	8,3	9,6
<i>EBITDA-Marge</i>	27,4 %	26,6 %	19,4 %	26,5 %	25,0 %	26,0 %	26,0 %
EBIT	0,0	2,3	2,2	4,9	5,0	6,3	7,2
<i>EBIT-Marge</i>	22,6 %	21,7 %	14,6 %	21,0 %	18,5 %	19,5 %	19,5 %
Jahresüberschuss	-0,7	1,6	1,6	3,5	3,7	4,7	5,3
EPS	6,18	312,26	1,10	2,11	2,24	2,80	3,20
Free Cash Flow je Aktie	0,73	-138,62	-0,01	1,96	1,52	2,36	3,67
Dividende	5,33	36,86	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00
<i>Dividendenrendite</i>	10,5 %	72,8 %	n.a.	2,0 %	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	11,4	7,5	5,4	3,5	3,0	2,4	1,9
EV/EBITDA	235,2	28,1	27,6	13,0	11,9	9,1	7,3
EV/EBIT	n.a.	34,5	36,6	16,4	16,1	12,1	9,7
KGV	8,2	0,2	46,0	24,0	22,6	18,1	15,8
ROCE	88,8 %	58,3 %	22,7 %	25,6 %	19,7 %	21,9 %	21,5 %
Adj. Free Cash Flow Yield	2,4 %	3,6 %	3,6 %	7,7 %	8,4 %	11,0 %	13,8 %

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 24.11.2010
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 fellmann@warburg-research.com

Entwicklung Umsatz

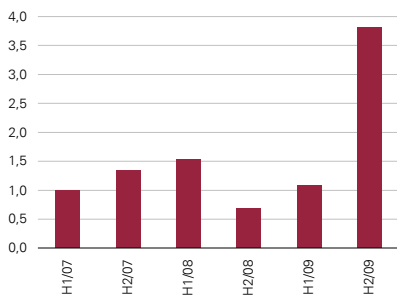
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

Entwicklung EBIT

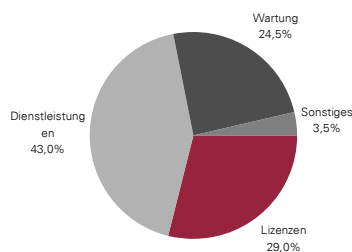
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

Umsatz nach Arten

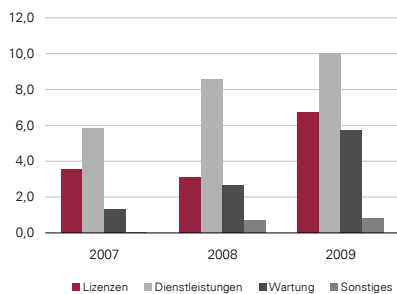
2009



Quelle: GK Software

Umsaufteilung nach Arten

in EUR Mio.



Quelle: GK Software

Unternehmenshintergrund

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

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

Wettbewerbsqualität

Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:

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

Gewinn- und Verlustrechnung GK Software

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	7,1	10,7	15,0	23,3	26,7	32,0	36,8
Bestandsveränderungen	1,0	0,0	-1,3	-0,9	-0,5	-0,6	-0,7
Aktivierete Eigenleistungen	0,3	0,6	0,8	1,1	1,3	1,6	1,8
Gesamtleistung	8,4	11,3	14,6	23,5	27,5	33,0	37,9
Materialaufwand	0,2	0,5	0,5	0,6	1,3	1,6	1,8
Rohertrag	8,1	10,8	14,1	22,9	26,2	31,4	36,1
Personalaufwendungen	4,9	6,2	8,0	12,1	15,9	19,0	21,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,2	0,4	0,4	0,8	0,9	1,1	1,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	1,5	2,2	3,5	5,4	4,5	5,1	5,9
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	0,3	2,9	2,9	6,2	6,7	8,3	9,6
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,7	0,8	0,9
EBITA	0,1	2,5	2,6	5,8	6,0	7,5	8,7
Abschreibungen auf iAV	0,1	0,2	0,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	0,0	2,3	2,2	4,9	5,0	6,3	7,2
Zinserträge	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Zinsaufwendungen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,0	2,2	2,3	5,0	5,3	6,6	7,5
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	0,0	2,2	2,3	5,0	5,3	6,6	7,5
Steuern gesamt	0,7	0,7	0,7	1,5	1,5	1,9	2,2
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-0,7	1,6	1,6	3,5	3,7	4,7	5,3
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-0,7	1,6	1,6	3,5	3,7	4,7	5,3
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	-0,7	1,6	1,6	3,5	3,7	4,7	5,3

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

Gewinn- und Verlustrechnung GK Software

in % vom Umsatz

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	13,8 %	0,0 %	-8,4 %	-3,8 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	4,5 %	5,2 %	5,4 %	4,6 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Gesamtleistung	118,3 %	105,2 %	97,0 %	100,8 %	103,0 %	103,0 %	103,0 %
Materialaufwand	3,2 %	4,5 %	3,4 %	2,4 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Rohertrag	115,1 %	100,7 %	93,6 %	98,4 %	98,0 %	98,0 %	98,0 %
Personalaufwendungen	69,2 %	57,3 %	53,5 %	52,1 %	59,5 %	59,5 %	59,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	2,9 %	3,5 %	2,8 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %	3,6 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21,3 %	20,3 %	23,5 %	23,4 %	17,0 %	16,0 %	16,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	4,8 %	26,6 %	19,4 %	26,5 %	25,1 %	26,1 %	26,1 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,1 %	3,1 %	2,1 %	1,7 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBITA	1,7 %	23,5 %	17,4 %	24,9 %	22,6 %	23,6 %	23,6 %
Abschreibungen auf iAV	1,7 %	1,8 %	2,7 %	3,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	0,0 %	21,7 %	14,6 %	21,0 %	18,6 %	19,6 %	19,6 %
Zinserträge	1,5 %	0,4 %	1,5 %	1,1 %	1,1 %	0,9 %	0,8 %
Zinsaufwendungen	1,2 %	1,5 %	0,9 %	0,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	0,3 %	-1,1 %	0,6 %	0,6 %	1,1 %	0,9 %	0,8 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	0,3 %	20,6 %	15,2 %	21,6 %	19,7 %	20,5 %	20,4 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	0,3 %	20,6 %	15,2 %	21,6 %	19,7 %	20,5 %	20,4 %
Steuern gesamt	9,8 %	6,1 %	4,4 %	6,5 %	5,7 %	5,9 %	5,9 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	-9,5 %	14,5 %	10,8 %	15,1 %	14,0 %	14,6 %	14,5 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	-9,5 %	14,5 %	10,8 %	15,1 %	14,0 %	14,6 %	14,5 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	-9,5 %	14,5 %	10,8 %	15,1 %	14,0 %	14,6 %	14,5 %

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

Bilanz GK Software

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,7	1,1	1,6	9,3	8,4	7,4	6,0
davon übrige imm. VG	0,7	1,1	1,6	2,9	2,0	1,0	-0,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	6,4	6,4	6,4	6,4
Sachanlagen	0,3	2,6	2,6	3,4	3,0	3,0	2,2
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	1,0	3,7	4,2	12,7	11,3	10,4	8,3
Vorräte	2,0	2,0	0,7	0,0	3,0	3,6	4,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	0,8	2,3	3,0	5,8	5,6	6,8	7,8
Sonstige Vermögensgegenstände	1,4	0,9	2,8	3,1	3,1	3,1	3,1
Liquide Mittel	2,5	2,9	8,9	10,6	11,5	15,4	21,5
Umlaufvermögen	6,7	8,1	15,4	19,6	23,3	29,0	36,6
Bilanzsumme (Aktiva)	7,7	11,8	19,6	32,4	34,6	39,4	44,8
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,2	0,2	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Kapitalrücklage	0,0	0,0	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Gewinnrücklagen	0,2	0,2	0,0	0,0	2,1	6,7	12,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,1	1,7	2,2	5,8	5,8	5,8	5,8
Buchwert	1,4	2,0	11,8	15,3	17,4	22,0	27,3
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	1,4	2,0	11,8	15,3	17,4	22,0	27,3
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rückstellungen gesamt	1,3	1,8	1,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0	1,4	1,3	6,7	6,7	6,7	6,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,2	0,5	0,8	0,9	1,1	1,2
Sonstige Verbindlichkeiten	4,8	6,4	5,0	7,5	7,5	7,5	7,5
Verbindlichkeiten	6,3	9,7	7,8	17,1	17,2	17,4	17,5
Bilanzsumme (Passiva)	7,7	11,8	19,6	32,4	34,6	39,4	44,8

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

Bilanz GK Software

in % der Bilanzsumme

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,3 %	9,6 %	8,3 %	28,8 %	24,2 %	18,9 %	13,5 %
davon übrige imm. VG	9,3 %	9,6 %	8,3 %	9,0 %	5,6 %	2,6 %	-0,8 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	0,0 %	19,8 %	18,5 %	16,3 %	14,3 %
Sachanlagen	4,0 %	22,2 %	13,2 %	10,5 %	8,5 %	7,6 %	5,0 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	13,3 %	31,8 %	21,6 %	39,3 %	32,7 %	26,5 %	18,4 %
Vorräte	26,0 %	16,9 %	3,8 %	0,0 %	8,7 %	9,1 %	9,2 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	10,6 %	19,2 %	15,4 %	18,0 %	16,2 %	17,3 %	17,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	18,7 %	7,6 %	14,2 %	9,7 %	9,1 %	8,0 %	7,0 %
Liquide Mittel	31,9 %	24,6 %	45,2 %	32,8 %	33,3 %	39,2 %	48,1 %
Umlaufvermögen	87,2 %	68,3 %	78,6 %	60,6 %	67,2 %	73,6 %	81,7 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	2,0 %	1,3 %	8,5 %	5,1 %	4,8 %	4,2 %	3,7 %
Kapitalrücklage	0,0 %	0,0 %	40,0 %	24,2 %	22,7 %	19,9 %	17,5 %
Gewinnrücklagen	2,7 %	1,4 %	0,2 %	0,1 %	6,1 %	17,1 %	26,9 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,1 %	14,6 %	11,4 %	17,8 %	16,6 %	14,6 %	12,9 %
Buchwert	18,7 %	17,3 %	60,1 %	47,2 %	50,2 %	55,9 %	61,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	18,7 %	17,3 %	60,1 %	47,2 %	50,2 %	55,9 %	61,0 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,8 %	0,5 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %	0,1 %
Rückstellungen gesamt	17,4 %	15,3 %	5,4 %	6,5 %	6,1 %	5,4 %	4,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,0 %	11,7 %	6,4 %	20,8 %	19,4 %	17,1 %	15,0 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	2,6 %	1,7 %	2,7 %	2,4 %	2,6 %	2,8 %	2,7 %
Sonstige Verbindlichkeiten	61,9 %	54,0 %	25,5 %	23,0 %	21,6 %	18,9 %	16,7 %
Verbindlichkeiten	81,8 %	82,6 %	40,0 %	52,7 %	49,7 %	44,2 %	39,1 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

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

Kapitalflussrechnung GK Software

in EUR Mio.

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	0,9	1,6	1,6	3,5	3,7	4,7	5,3
Abschreibung Anlagevermögen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,7	0,8	0,9
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,1	0,2	0,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,5	-0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,6	0,2	-0,4	1,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,3	2,1	2,2	5,8	5,5	6,7	7,7
Veränderung Vorräte	-1,0	0,0	1,3	0,7	-3,0	-0,6	-0,5
Veränderung Forderungen aus L+L	-0,8	-1,6	-1,2	-2,8	0,2	-1,2	-1,0
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	0,2	1,3	-1,1	1,9	0,1	0,2	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-1,5	-0,2	-1,0	-0,2	-2,6	-1,6	-1,4
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	0,8	1,9	1,2	5,7	2,8	5,1	6,3
CAPEX	-0,7	-2,6	-1,2	-2,4	-0,3	-1,2	-0,2
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	-6,4	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	0,0	-1,4	-0,6	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-0,7	-2,0	-2,6	-9,4	-0,3	-1,2	-0,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	0,0	1,4	-0,1	5,5	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	-0,8	-0,2	0,0	-1,7	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,0	0,6	7,3	5,5	-1,7	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0,1	0,4	5,9	1,8	0,9	3,9	6,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,5	2,9	8,9	10,6	11,5	15,4	21,5

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

Kennzahlen GK Software

	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	90,8 %	78,6 %	77,6 %	74,3 %	78,0 %	77,0 %	77,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	58.025	66.326	81.238	86.211	94.180	110.662	124.766
EBITDA je Mitarbeiter	15.918	17.648	15.762	22.856	23.591	28.826	32.500
EBIT-Marge	22,6 %	21,7 %	14,6 %	21,0 %	18,5 %	19,5 %	19,5 %
EBITDA / Operating Assets	-290,3 %	89,7 %	82,0 %	98,8 %	79,5 %	82,8 %	89,7 %
ROA	90,4 %	41,7 %	38,5 %	27,6 %	33,0 %	44,6 %	64,4 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	23,1	4,1	5,8	6,8	9,0	10,7	16,5
Operating Assets Turnover	-10,6	3,4	4,2	3,7	3,2	3,2	3,4
Capital Employed Turnover	2,5	2,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0
Kapitalverzinsung							
ROCE	88,8 %	58,3 %	22,7 %	25,6 %	19,7 %	21,9 %	21,5 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	107,8 %	71,5 %	30,2 %	32,3 %	26,6 %	29,2 %	28,6 %
ROE	64,4 %	76,5 %	13,8 %	23,0 %	21,5 %	21,1 %	19,5 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	93,0 %	89,7 %	23,5 %	26,0 %	22,8 %	23,6 %	21,6 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	93,0 %	89,7 %	23,5 %	26,0 %	22,8 %	23,6 %	21,6 %
ROIC	31,4 %	28,2 %	11,2 %	14,2 %	13,9 %	14,8 %	14,5 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-2,5	-1,5	-7,6	-3,9	-4,8	-8,7	-14,8
Net Gearing	-170,5 %	-74,9 %	-64,5 %	-25,6 %	-27,6 %	-39,5 %	-54,2 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	72000,0 %	148,3 %	938,1 %	227,5 %	258,2 %	327,5 %	406,6 %
Current ratio	1,4	1,2	2,7	2,2	2,6	3,1	3,9
Acid Test Ratio	0,7	0,7	2,2	1,8	1,8	2,2	2,8
EBITDA / Zinsaufwand	23,4	17,9	20,7	53,2	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	20,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	0,1	-0,7	0,0	3,3	2,5	3,9	6,1
Free Cash Flow / Umsatz	1,6 %	-6,5 %	-0,1 %	14,0 %	9,5 %	12,3 %	16,6 %
Adj. Free Cash Flow	1,9	2,9	2,9	6,2	6,7	8,3	9,6
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	14,3 %	16,7 %	14,1 %	16,8 %	16,8 %	17,6 %	17,6 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	11,9 %	-44,4 %	-0,7 %	92,7 %	68,0 %	84,3 %	114,7 %
Zinserträge / Avg. Cash	4,3 %	1,7 %	3,9 %	2,7 %	2,7 %	2,2 %	1,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4150,0 %	23,2 %	10,7 %	2,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	86,2 %	11,8 %	0,0 %	47,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	9,2 %	24,3 %	17,2 %	12,8 %	1,1 %	3,8 %	0,6 %
Maint. Capex / Umsatz	3,1 %	3,1 %	2,0 %	1,7 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	190,9 %	496,2 %	359,9 %	231,9 %	17,3 %	58,3 %	8,8 %
Avg. Working Capital / Umsatz	-7,7 %	5,7 %	7,6 %	9,2 %	15,9 %	19,9 %	21,4 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	412,1 %	1142,9 %	574,7 %	755,3 %	622,2 %	618,2 %	650,0 %
Inventory processing period (Tage)	103	67,9	17,9	n.a.	40,6	40,6	40,6
Receivables collection period (Tage)	42,1	76,9	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0
Payables payment period (Tage)	10,2	6,7	12,8	12,1	12,1	12,1	12,1
Cash conversion cycle (Tage)	-50,3	19,2	27,0	n.a.	74,8	79,9	83,2
Bewertung							
Dividendenrendite	10,5 %	72,8 %	n.a.	2,0 %	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	58,5	41,3	7,2	5,5	4,9	3,8	3,1
EV/sales	11,4	7,5	5,4	3,5	3,0	2,4	1,9
EV/EBITDA	235,2	28,1	27,6	13,0	11,9	9,1	7,3
EV/EBIT	n.a.	34,5	36,6	16,4	16,1	12,1	9,7
EV/FCF	731,2	n.m.	n.m.	24,7	31,4	19,3	11,4
P/E	8,2	0,2	46,0	24,0	22,6	18,1	15,8
P/CF	36,8	39,7	37,7	14,4	15,4	12,5	10,9
Adj. Free Cash Flow Yield	2,8 %	2,6 %	2,8 %	7,3 %	6,9 %	8,9 %	11,1 %

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

Free Cash Flow Yield - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Jahresüberschuss	1,6	1,6	3,5	3,7	4,7	5,3
+ Abschreibung + Amortisation	0,5	0,7	1,3	1,7	2,1	2,4
- Zinsergebnis (netto)	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,3	0,3
+ Steuern	0,7	0,7	1,5	1,5	1,9	2,2
- Erhaltungsinvestitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Adjustierter Free Cash Flow	2,9	2,9	6,2	6,7	8,3	9,6
Adjustierter Free Cash Flow Yield	3,6%	3,6%	7,7%	8,4%	11,0%	13,8%
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
= Enterprise Value	80,4	80,4	80,4	79,6	75,6	69,5
= Fairer Enterprise Value	28,6	29,2	61,7	66,9	83,4	95,9
- Nettoverschuldung (Cash)	-3,9	-3,9	-3,9	-4,8	-8,7	-14,8
- Pensionsverbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
= Faire Marktkapitalisierung	32,5	33,0	65,6	71,6	92,0	110,6
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	19,49	19,84	39,39	43,01	55,27	66,44
Premium (-) / Discount (+) in %	-61,5%	-60,8%	-22,2%	-15,0%	9,2%	31,2%

Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)

	13,0%	15,53	15,80	30,83	33,75	43,71	53,15
	12,0%	16,63	16,92	33,21	36,32	46,92	56,85
Fairer	11,0%	17,93	18,24	36,02	39,36	50,71	61,21
Free Cash Flow	10,0%	19,49	19,84	39,39	43,01	55,27	66,44
Yield	9,0%	21,40	21,78	43,50	47,48	60,83	72,84
	8,0%	23,79	24,22	48,65	53,06	67,78	80,83
	7,0%	26,85	27,34	55,27	60,23	76,72	91,11

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

DCF Modell - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Umsatz	26,7	32,0	36,8	42,3	48,7	55,0	61,6	66,5	69,8	73,3	77,0	80,9	84,9	87,0
Veränderung	14,7%	19,9%	15,0%	15,0%	15,0%	13,0%	12,0%	8,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
EBIT	5,0	6,3	7,2	8,5	9,7	11,0	12,3	13,3	14,0	14,7	15,4	16,2	17,0	17,4
EBIT-Marge	18,5%	19,5%	19,5%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Steuerquote	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%	29,0%
NOPAT	3,5	4,4	5,1	6,0	6,9	7,8	8,7	9,4	9,9	10,4	10,9	11,5	12,1	12,4
Abschreibungen	1,7	2,1	2,4	3,0	2,9	2,7	2,5	2,0	2,1	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9
in % vom Umsatz	6,5%	6,5%	6,5%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	-2,6	-1,6	-1,4	0,1	-0,3	0,0	0,2	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,3
- Investitionen	-0,3	-1,2	-0,2	-3,0	-2,9	-2,7	-2,5	-2,0	-1,4	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9
Investitionsquote	1,1%	3,8%	0,6%	7,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Übriges	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	2,3	3,7	5,9	6,2	6,6	7,8	8,9	8,8	10,2	9,9	10,4	11,0	11,5	12,1

Modellparameter

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

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2023	52,7		
Terminal Value	37,3		
Verbindlichkeiten	-6,8		
Liquide Mittel	4,8	Aktienzahl (Mio.)	1,67
Eigenkapitalwert	88,0	Wert je Aktie (EUR)	52,87

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

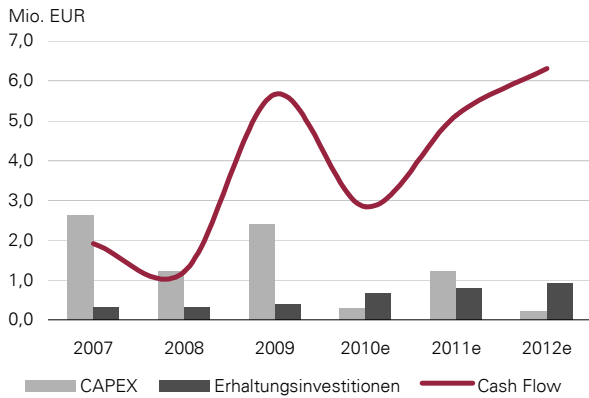
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,66%	44,87	45,29	45,74	46,21	46,70	47,23	47,78
11,16%	47,76	48,26	48,78	49,34	49,93	50,56	51,23
10,91%	49,33	49,87	50,44	51,05	51,70	52,39	53,12
10,66%	50,99	51,58	52,21	52,87	53,58	54,34	55,14
10,41%	52,74	53,39	54,08	54,81	55,59	56,42	57,31
10,16%	54,61	55,32	56,08	56,88	57,73	58,65	59,63
9,66%	58,72	59,57	60,48	61,46	62,50	63,63	64,84

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,66%	42,51	43,74	44,98	46,21	47,44	48,67	49,90
11,16%	45,41	46,72	48,03	49,34	50,65	51,97	53,28
10,91%	46,99	48,34	49,70	51,05	52,41	53,77	55,12
10,66%	48,66	50,07	51,47	52,87	54,28	55,68	57,08
10,41%	50,45	51,91	53,36	54,81	56,26	57,71	59,17
10,16%	52,36	53,87	55,37	56,88	58,38	59,89	61,39
9,66%	56,59	58,21	59,83	61,46	63,08	64,70	66,33

Quelle: Warburg Research

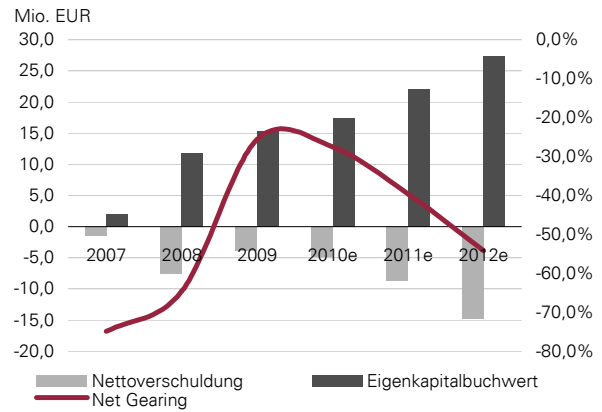
Investitionen und Cash Flow - GK Software



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

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

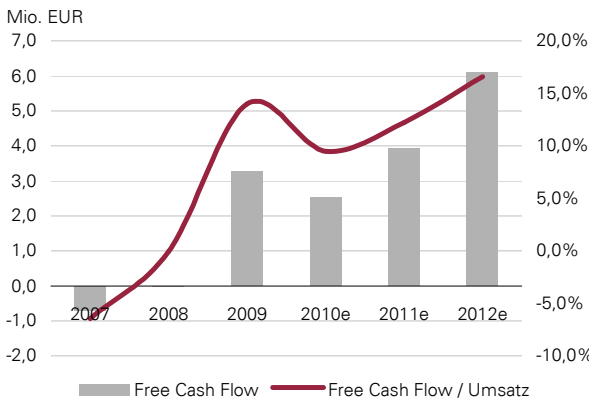
Bilanzqualität - GK Software



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

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

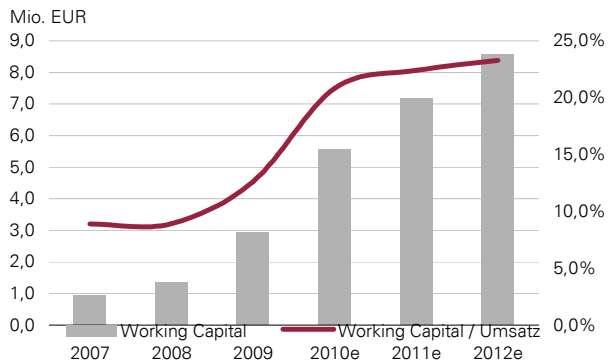
Free Cash Flow Generation - GK Software



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

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

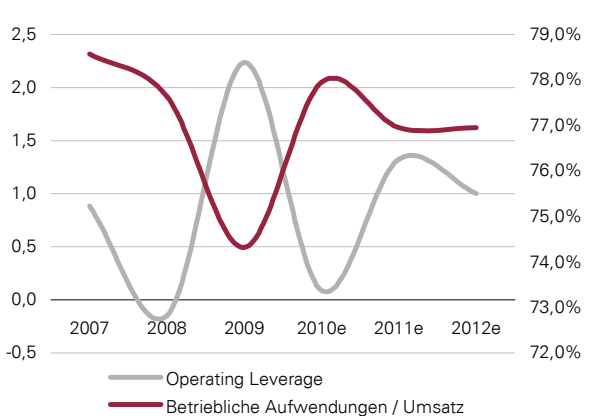
Working Capital - GK Software



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

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

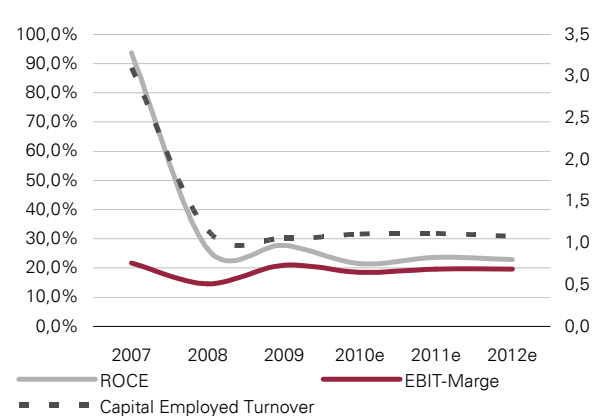
Operating Leverage - GK Software



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

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

ROCE Entwicklung - GK Software



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

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

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Urheberrechte

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

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

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

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

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht.

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

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

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

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

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

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

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

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

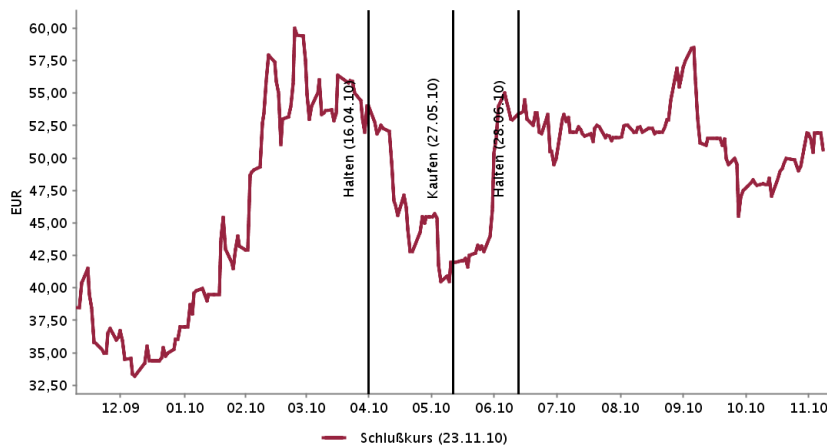
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	112	60%
Halten	55	29%
Verkaufen	8	4%
Empf. ausgesetzt	12	6%
Gesamt	187	

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	84	69%
Halten	30	25%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	4	3%
Gesamt	121	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
GK Software AG am 24.11.10**



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

Warburg Research GmbH

Hermannstraße 9 | 20095 Hamburg | www.warburg-research.com

Tel.: +49 40 309537-0 | Fax: +49 40 309537-110 | info@warburg-research.com



WARBURG RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Finn Henning Breiter	+49 40 309537-230 fbreiter@warburg-research.com	Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Tim Kruse	+49 40 309537-180 tkruse@warburg-research.com	Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com	Franziska Schmidt-Petersen Business Support	+49 40 309537-100 fschmidt-petersen@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com	Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com		
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com		

M.M. Warburg & CO KGaA

Ferdinandstraße 75 | 20095 Hamburg | www.mmwarburg.com

Tel.: +49 40 3282-0 | Fax: +49 40 3618-1000 | info@mmwarburg.com



M. M. WARBURG & CO

1798

Barbara C. Effler Head of Equities	+49 40 3282-2686 beffler@mmwarburg.com	Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com	Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com	Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com	Benjamin Kassen Equity Sales	+49 40 3282-2630 bkassen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com	Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com	Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com
Wiebke Möller Sales Assistance	+49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com	Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com		