

Kaufen (alt: Kaufen)

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

Kurs EUR 38,12
Bloomberg GKS GR
Reuters GKSG
Branche Software/IT

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: 24.11.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 63,5 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 48,7 Mio.
Buchwert: EUR 27,2 Mio.
Aktienanzahl: 1,7 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 29,6 Tsd.

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

Termine:

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	32,0	0	36,8	0	40,5	-
EBIT	6,3	4,1	7,2	4,1	8,2	-
EPS	2,80	-2,5	3,20	-0,3	3,51	-

Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 25.11.2011
 Analyst: Felix Ellmann
 +49 (0)40-309537-120
 fellmann@warburg-research.com

Solide Entwicklung

Am 24.11.11 legte die GK Software AG die Geschäftszahlen für das dritte Quartal respektive die ersten neun Monate 2011 vor. Diese lagen **im Rahmen der Erwartungen**. Einzig das Finanzergebnis fiel aufgrund schlechter sicherer Anlagemöglichkeiten im Jahresverlauf erneut schwach aus. Infolgedessen wird die Bottom-Line-Erwartung leicht reduziert. Diese Korrekturen haben jedoch auf das DCF-Modell (EBIT-Basis) keinen Einfluss:

GK Software - Q3 2011								
Angaben in Mio. EUR	Q3/11	Q3/11e	Q3/10	yoy	9M/11	9M/11e	9M/10	yoy
Umsatz	5,8	6,1	4,6	26,0%	20,3	20,5	17,1	18,6%
EBITDA	0,8	0,9	0,2	392,5%	4,2	4,3	3,4	24,3%
Marge	14,6%	14,8%	3,7%		20,8%	20,7%	19,8%	
EBIT	0,3	0,4	-0,2	-	2,8	2,9	2,3	24,8%
Marge	5,7%	6,6%	-4,7%		13,9%	14,0%	13,2%	
Jahresüberschuss	0,3	0,5	-0,1	-	1,9	2,0	1,6	18,4%
Marge	5,9%	8,2%	-1,2%		9,2%	9,8%	9,2%	
EPS in EUR	0,20	0,29	-0,03	-	1,12	1,21	0,94	19,1%

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

Insgesamt sind die Zahlen Ausdruck hohen Wachstums. In den ersten neun Monaten konnte der Umsatz um 18% gesteigert werden und damit deutlich stärker zulegen, als für das Gesamtjahr erwartet wird. Das EBIT erhöhte sich um gut 20% und lag damit ebenfalls oberhalb der für das Gesamtjahr erwarteten Wachstumsrate. GK hat in den letzten Jahren immer den größten Teil des Ergebnisses im Q4 erwirtschaftet. Auch in 2011 hängt das Erreichen der Prognosen maßgeblich vom Verlauf des Q4 ab. Es wird ein starkes Q4 erwartet.

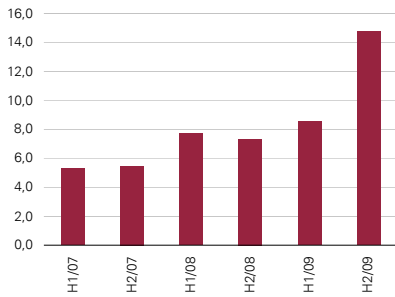
- **Generell profitiert GK von der starken Konstitution des Einzelhandels.** Ungeachtet gesamtwirtschaftlicher Verwerfungen hat sich dieses Segment in den letzten Jahren solide entwickelt. Der deutsche Einzelhandel wird in 2011 mit rund EUR 417 Mrd. (Vorjahr EUR 404 Mrd.) einen Rekordumsatz erzielen können (HDE).
- **Das Partnergeschäft der GK entwickelt sich weiter positiv.** Insbesondere die Partnerschaft mit SAP zeigt gute Erfolge. Im Großprojekt LUNAR (EDEKA) wurden wichtige Meilensteine erreicht, die eine sehr positive Signalwirkung haben.
- **SAP vertreibt GK-Lösungen direkt.** Fressnapf, Europas größte Handelskette für Tiernahrung, hat sich in diesem Zusammenhang als einer der ersten Kunden u.a. für „SAP offline mobile store by GK“ und „SAP point-of-sale by GK“ entschieden.
- Aber auch Partnerschaften mit **IBM und Bizerba** konnten ausgebaut werden. Mit Bizerba wurde eine Waagen-Applikation entwickelt, die den effizienteren und zielgerichteteren Verkauf von Frische-Ware ermöglicht. Ebenfalls erwähnenswert ist aus technischer Sicht eine mobile Kassen-Applikation für iPod und iPhone.

Auf Basis nahezu unveränderter Erwartungen bleibt das Kursziel für die Aktie weiter bei EUR 53. Die Einschätzung lautet weiter Kaufen.

Geschäftsjahresende:	31.12.						
	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
in EUR Mio							
Umsatz	10,7	15,0	23,3	27,7	32,0	36,8	40,5
Veränderung Umsatz yoy	51,8 %	39,9 %	54,9 %	19,0 %	15,6 %	15,0 %	10,0 %
Rohhertrag	10,8	14,1	22,9	26,8	31,2	35,9	39,4
Rohhertragsmarge	100,7 %	93,6 %	98,4 %	96,8 %	97,4 %	97,4 %	97,4 %
EBITDA	2,9	2,9	6,2	8,0	8,6	9,9	10,9
EBITDA-Marge	26,6 %	19,4 %	26,5 %	28,8 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %
EBIT	2,3	2,2	4,9	6,4	6,5	7,5	8,2
EBIT-Marge	21,7 %	14,6 %	21,0 %	23,2 %	20,4 %	20,4 %	20,4 %
Jahresüberschuss	1,6	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,9
EPS	312,26	1,10	2,11	2,68	2,73	3,19	3,51
Free Cash Flow je Aktie	-138,62	-0,01	1,96	-0,79	5,55	3,08	3,98
Dividende	36,86	0,00	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00
Dividendenrendite	96,7 %	n.a.	2,6 %	2,6 %	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Umsatz	5,2	3,7	2,4	2,0	1,5	1,2	0,9
EV/EBITDA	19,7	19,3	9,1	7,1	5,7	4,4	3,4
EV/EBIT	24,2	25,6	11,5	8,8	7,5	5,8	4,5
KGV	0,1	34,7	18,1	14,2	14,0	11,9	10,9
ROCE	93,7 %	26,5 %	27,8 %	24,4 %	20,3 %	20,7 %	19,7 %
Adj. Free Cash Flow Yield	5,1 %	5,2 %	11,0 %	14,2 %	17,6 %	22,7 %	29,4 %

Entwicklung Umsatz

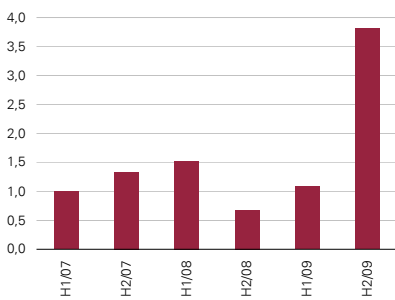
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

Entwicklung EBIT

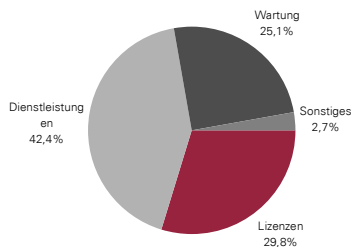
in EUR Mio.



Quelle: GK Software

Umsatz nach Arten

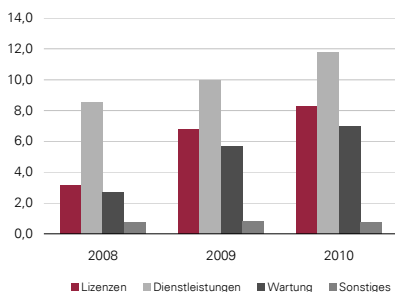
2010



Quelle: GK Software

Umsaufteilung nach Arten

in EUR Mio.



Quelle: GK Software

Unternehmenshintergrund

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

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

Wettbewerbsqualität

Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:

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

Gewinn- und Verlustrechnung GK Software

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	10,7	15,0	23,3	27,7	32,0	36,8	40,5
Bestandsveränderungen	0,0	-1,3	-0,9	0,0	-0,6	-0,7	-0,8
Aktivierete Eigenleistungen	0,6	0,8	1,1	0,6	1,6	1,8	2,0
Gesamtleistung	11,3	14,6	23,5	28,3	33,0	37,9	41,7
Materialaufwand	0,5	0,5	0,6	1,5	1,8	2,0	2,3
Rohertrag	10,8	14,1	22,9	26,8	31,2	35,9	39,4
Personalaufwendungen	6,2	8,0	12,1	14,8	19,0	21,9	24,1
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,4	0,8	1,4	1,6	1,8	2,0
Sonstige betriebliche Aufwendungen	2,2	3,5	5,4	5,3	5,1	5,9	6,5
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	2,9	2,9	6,2	8,0	8,6	9,9	10,9
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,8	0,9	1,0
EBITA	2,5	2,6	5,8	7,5	7,8	9,0	9,9
Abschreibungen auf iAV	0,2	0,4	0,9	1,1	1,3	1,5	1,6
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	2,3	2,2	4,9	6,4	6,5	7,5	8,2
Zinserträge	0,0	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,2	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0
Finanzergebnis	-0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	2,2	2,3	5,0	6,3	6,4	7,5	8,2
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	2,2	2,3	5,0	6,3	6,4	7,5	8,2
Steuern gesamt	0,7	0,7	1,5	1,8	1,9	2,2	2,4
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	1,6	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,9
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	1,6	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,9
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	1,6	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,9

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

Gewinn- und Verlustrechnung GK Software

in % vom Umsatz

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Bestandsveränderungen	0,0 %	-8,4 %	-3,8 %	0,0 %	-2,0 %	-2,0 %	-2,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	5,2 %	5,4 %	4,6 %	2,3 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Gesamtleistung	105,2 %	97,0 %	100,8 %	102,3 %	103,0 %	103,0 %	103,0 %
Materialaufwand	4,5 %	3,4 %	2,4 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %	5,6 %
Rohertrag	100,7 %	93,6 %	98,4 %	96,8 %	97,4 %	97,4 %	97,4 %
Personalaufwendungen	57,3 %	53,5 %	52,1 %	53,6 %	59,5 %	59,5 %	59,5 %
Sonstige betriebliche Erträge	3,5 %	2,8 %	3,6 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %	4,9 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	20,3 %	23,5 %	23,4 %	19,3 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	26,6 %	19,4 %	26,5 %	28,8 %	26,9 %	26,9 %	26,9 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	3,1 %	2,1 %	1,7 %	1,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBITA	23,5 %	17,4 %	24,9 %	27,3 %	24,4 %	24,4 %	24,4 %
Abschreibungen auf iAV	1,8 %	2,7 %	3,8 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	21,7 %	14,6 %	21,0 %	23,2 %	20,4 %	20,4 %	20,4 %
Zinserträge	0,4 %	1,5 %	1,1 %	0,6 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwendungen	1,5 %	0,9 %	0,5 %	1,1 %	0,3 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	-1,1 %	0,6 %	0,6 %	-0,5 %	-0,3 %	0,0 %	0,0 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	20,6 %	15,2 %	21,6 %	22,8 %	20,1 %	20,4 %	20,4 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	20,6 %	15,2 %	21,6 %	22,8 %	20,1 %	20,4 %	20,4 %
Steuern gesamt	6,1 %	4,4 %	6,5 %	6,6 %	5,8 %	5,9 %	5,9 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	14,5 %	10,8 %	15,1 %	16,2 %	14,2 %	14,5 %	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	14,5 %	10,8 %	15,1 %	16,2 %	14,2 %	14,5 %	14,5 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	14,5 %	10,8 %	15,1 %	16,2 %	14,2 %	14,5 %	14,5 %

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

Bilanz GK Software

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	1,1	1,6	9,3	9,1	8,2	7,0	5,7
davon übrige imm. VG	1,1	1,6	2,9	2,7	1,8	0,6	-0,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Sachanlagen	2,6	2,6	3,4	4,0	4,1	3,9	3,5
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anlagevermögen	3,7	4,2	12,7	13,2	12,3	11,0	9,2
Vorräte	2,0	0,7	0,0	0,0	3,6	4,1	4,5
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,3	3,0	5,8	14,1	6,8	7,8	8,5
Sonstige Vermögensgegenstände	0,9	2,8	3,1	4,1	4,1	4,1	4,1
Liquide Mittel	2,9	8,9	10,6	13,4	21,0	26,2	32,8
Umlaufvermögen	8,1	15,4	19,6	31,6	35,5	42,2	49,9
Bilanzsumme (Aktiva)	11,8	19,6	32,4	44,8	47,8	53,1	59,1
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	0,2	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8
Kapitalrücklage	0,0	7,8	7,8	13,9	13,9	13,9	13,9
Gewinnrücklagen	0,2	0,0	0,0	0,0	2,9	8,2	14,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	1,7	2,2	5,8	8,6	8,6	8,6	8,6
Buchwert	2,0	11,8	15,3	24,3	27,2	32,5	38,4
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	2,0	11,8	15,3	24,3	27,2	32,5	38,4
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3
Rückstellungen gesamt	1,8	1,1	2,1	1,4	1,4	1,4	1,4
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,4	1,3	6,7	6,0	6,0	6,0	6,0
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,2	0,5	0,8	0,5	0,6	0,6	0,7
Sonstige Verbindlichkeiten	6,4	5,0	7,5	12,6	12,6	12,6	12,6
Verbindlichkeiten	9,7	7,8	17,1	20,5	20,6	20,6	20,7
Bilanzsumme (Passiva)	11,8	19,6	32,4	44,8	47,8	53,1	59,1

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

Bilanz GK Software

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,6 %	8,3 %	28,8 %	20,4 %	17,1 %	13,3 %	9,6 %
davon übrige imm. VG	9,6 %	8,3 %	9,0 %	6,1 %	3,8 %	1,2 %	-1,3 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0 %	0,0 %	19,8 %	14,3 %	13,4 %	12,1 %	10,8 %
Sachanlagen	22,2 %	13,2 %	10,5 %	9,0 %	8,6 %	7,4 %	6,0 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Anlagevermögen	31,8 %	21,6 %	39,3 %	29,4 %	25,7 %	20,7 %	15,5 %
Vorräte	16,9 %	3,8 %	0,0 %	0,0 %	7,5 %	7,7 %	7,6 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	19,2 %	15,4 %	18,0 %	31,5 %	14,2 %	14,7 %	14,4 %
Sonstige Vermögensgegenstände	7,6 %	14,2 %	9,7 %	9,1 %	8,6 %	7,7 %	6,9 %
Liquide Mittel	24,6 %	45,2 %	32,8 %	30,0 %	44,0 %	49,3 %	55,5 %
Umlaufvermögen	68,3 %	78,6 %	60,6 %	70,6 %	74,3 %	79,4 %	84,4 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,3 %	8,5 %	5,1 %	4,0 %	3,7 %	3,4 %	3,0 %
Kapitalrücklage	0,0 %	40,0 %	24,2 %	31,1 %	29,2 %	26,3 %	23,6 %
Gewinnrücklagen	1,4 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	6,1 %	15,5 %	23,8 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	14,6 %	11,4 %	17,8 %	19,1 %	17,9 %	16,1 %	14,5 %
Buchwert	17,3 %	60,1 %	47,2 %	54,3 %	56,9 %	61,3 %	65,0 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	17,3 %	60,1 %	47,2 %	54,3 %	56,9 %	61,3 %	65,0 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,5 %	0,2 %	0,1 %	0,8 %	0,7 %	0,6 %	0,6 %
Rückstellungen gesamt	15,3 %	5,4 %	6,5 %	3,2 %	3,0 %	2,7 %	2,5 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	11,7 %	6,4 %	20,8 %	13,4 %	12,5 %	11,3 %	10,1 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	1,7 %	2,7 %	2,4 %	1,1 %	1,3 %	1,1 %	1,2 %
Sonstige Verbindlichkeiten	54,0 %	25,5 %	23,0 %	28,0 %	26,3 %	23,7 %	21,3 %
Verbindlichkeiten	82,6 %	40,0 %	52,7 %	45,7 %	43,1 %	38,8 %	35,0 %
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.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	1,6	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,9
Abschreibung Anlagevermögen	0,3	0,3	0,4	0,4	0,8	0,9	1,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,2	0,4	0,9	1,1	1,3	1,5	1,6
Veränderung langfristige Rückstellungen	-0,1	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	-0,4	1,0	-1,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	2,1	2,2	5,8	4,9	6,6	7,7	8,5
Veränderung Vorräte	0,0	1,3	0,7	0,0	-3,6	-0,5	-0,4
Veränderung Forderungen aus L+L	-1,6	-1,2	-2,8	-8,5	7,3	-1,0	-0,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	1,3	-1,1	1,9	5,3	0,1	0,0	0,1
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-0,2	-1,0	-0,2	-3,2	3,8	-1,5	-1,0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	1,9	1,2	5,7	1,7	10,5	6,2	7,5
CAPEX	-2,6	-1,2	-2,4	-3,0	-1,2	-1,1	-0,8
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	-6,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	0,0	-1,4	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,6	0,0	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2,0	-2,6	-9,4	-2,7	-1,2	-1,1	-0,8
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	1,4	-0,1	5,5	-0,7	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,8	-0,2	0,0	-1,7	-1,7	0,0	0,0
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	6,3	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	8,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	0,6	7,3	5,5	3,8	-1,7	0,0	0,0
Veränderung liquide Mittel	0,4	5,9	1,8	2,8	7,6	5,1	6,6
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	2,9	8,9	10,6	13,4	21,0	26,2	32,8

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

Kennzahlen GK Software

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	78,6 %	77,6 %	74,3 %	73,5 %	76,1 %	76,1 %	76,1 %
Umsatz je Mitarbeiter	66.326	81.238	86.211	102.552	116.195	131.004	141.279
EBITDA je Mitarbeiter	17.648	15.762	22.856	29.563	31.232	35.212	37.974
EBIT-Marge	21,7 %	14,6 %	21,0 %	23,2 %	20,4 %	20,4 %	20,4 %
EBITDA / Operating Assets	89,7 %	82,0 %	98,8 %	71,3 %	116,1 %	113,1 %	116,6 %
ROA	41,7 %	38,5 %	27,6 %	34,0 %	37,1 %	48,5 %	63,7 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	4,1	5,8	6,8	6,8	7,8	9,4	11,5
Operating Assets Turnover	3,4	4,2	3,7	2,5	4,3	4,2	4,3
Capital Employed Turnover	3,1	1,1	1,1	0,9	1,0	0,9	0,9
Kapitalverzinsung							
ROCE	93,7 %	26,5 %	27,8 %	24,4 %	20,3 %	20,7 %	19,7 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	114,9 %	35,2 %	35,1 %	30,3 %	26,8 %	27,3 %	26,0 %
ROE	76,5 %	13,8 %	23,0 %	18,4 %	16,7 %	16,3 %	15,2 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	89,7 %	23,5 %	26,0 %	22,6 %	17,7 %	17,8 %	16,5 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	89,7 %	23,5 %	26,0 %	22,6 %	17,7 %	17,8 %	16,5 %
ROIC	28,2 %	11,2 %	14,2 %	13,7 %	12,8 %	13,0 %	12,5 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-1,5	-7,6	-3,9	-7,5	-15,1	-20,2	-26,8
Net Gearing	-74,9 %	-64,5 %	-25,6 %	-30,7 %	-55,3 %	-62,0 %	-69,9 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	148,3 %	938,1 %	227,5 %	406,6 %	454,9 %	543,8 %	641,6 %
Current ratio	1,2	2,7	2,2	2,3	2,6	3,0	3,6
Acid Test Ratio	0,7	2,2	1,8	2,1	2,1	2,5	2,9
EBITDA / Zinsaufwand	17,9	20,7	53,2	26,1	86,0	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	20,2	n.a.	n.a.	50,3	65,1	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	-0,7	0,0	3,3	-1,3	9,3	5,1	6,6
Free Cash Flow / Umsatz	-6,5 %	-0,1 %	14,0 %	-4,7 %	28,9 %	14,0 %	16,4 %
Adj. Free Cash Flow	2,9	2,9	6,2	8,0	8,6	9,9	10,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	16,7 %	14,1 %	16,8 %	18,8 %	18,3 %	18,5 %	18,5 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	-44,4 %	-0,7 %	92,7 %	-29,3 %	203,4 %	96,6 %	113,5 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,7 %	3,9 %	2,7 %	1,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	23,2 %	10,7 %	2,9 %	4,8 %	1,7 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	11,8 %	0,0 %	47,3 %	37,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	24,3 %	17,2 %	12,8 %	11,3 %	3,8 %	2,9 %	2,1 %
Maint. Capex / Umsatz	3,1 %	2,0 %	1,7 %	1,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
CAPEX / Abschreibungen	496,2 %	359,9 %	231,9 %	201,9 %	58,1 %	45,1 %	32,1 %
Avg. Working Capital / Umsatz	5,7 %	7,6 %	9,2 %	18,2 %	16,3 %	11,0 %	13,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	1142,9 %	574,7 %	755,3 %	2964,1 %	1133,3 %	1300,0 %	1214,3 %
Inventory processing period (Tage)	67,9	17,9	n.a.	n.a.	40,6	40,6	40,6
Receivables collection period (Tage)	76,9	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0	77,0
Payables payment period (Tage)	6,7	12,8	12,1	6,3	6,3	6,3	6,3
Cash conversion cycle (Tage)	19,2	27,0	n.a.	n.a.	37,3	46,9	52,8
Bewertung							
Dividendenrendite	96,7 %	n.a.	2,6 %	2,6 %	n.a.	n.a.	n.a.
P/B	31,1	5,4	4,1	2,6	2,3	2,0	1,7
EV/sales	5,2	3,7	2,4	2,0	1,5	1,2	0,9
EV/EBITDA	19,7	19,3	9,1	7,1	5,7	4,4	3,4
EV/EBIT	24,2	25,6	11,5	8,8	7,5	5,8	4,5
EV/FCF	n.m.	n.m.	17,3	n.m.	5,3	8,5	5,6
P/E	0,1	34,7	18,1	14,2	14,0	11,9	10,9
P/CF	29,9	28,4	10,9	13,0	9,6	8,2	7,5
Adj. Free Cash Flow Yield	5,1 %	5,2 %	11,0 %	14,2 %	17,6 %	22,7 %	29,4 %

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

Free Cash Flow Yield - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	1,6	3,5	4,5	4,6	5,3	5,9	
+ Abschreibung + Amortisation	0,7	1,3	1,5	2,1	2,4	2,6	
- Zinsergebnis (netto)	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
+ Steuern	0,7	1,5	1,8	1,9	2,2	2,4	
- 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	6,2	8,0	8,6	9,9	10,9	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	5,2%	11,0%	14,2%	17,6%	22,7%	29,4%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	56,3	56,3	56,3	48,7	43,6	37,0	
= Fairer Enterprise Value	29,2	61,7	79,8	86,0	98,9	108,8	
- Nettoverschuldung (Cash)	-7,5	-7,5	-7,5	-15,1	-20,2	-26,8	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
- Sonstige	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Faire Marktkapitalisierung	36,3	68,8	86,9	100,7	118,8	135,3	
Aktienanzahl (Mio.)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	21,79	41,34	52,22	60,50	71,33	81,26	
Premium (-) / Discount (+) in %	-42,8%	8,5%	37,0%	58,7%	87,1%	113,2%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)							
	13,0%	17,75	32,79	41,16	48,58	57,62	66,18
	12,0%	18,87	35,16	44,23	51,89	61,43	70,37
Fairer	11,0%	20,20	37,97	47,86	55,80	65,93	75,32
Free Cash Flow	10,0%	21,79	41,34	52,22	60,50	71,33	81,26
Yield	9,0%	23,74	45,46	57,54	66,24	77,93	88,52
	8,0%	26,17	50,61	64,20	73,41	86,18	97,60
	7,0%	29,30	57,23	72,76	82,64	96,79	109,27

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

DCF Modell - GK Software

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	32,0	36,8	40,5	43,7	47,2	51,0	52,5	54,1	55,7	57,4	59,1	60,9	62,7	64,3
Veränderung	15,6%	15,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,5%
EBIT	6,5	7,5	8,2	8,7	9,4	10,2	10,5	10,8	11,1	11,5	11,8	12,2	12,5	12,9
EBIT-Marge	20,4%	20,4%	20,4%	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	4,6	5,3	5,9	6,2	6,7	7,2	7,5	7,7	7,9	8,1	8,4	8,6	8,9	9,1
Abschreibungen	2,1	2,4	2,6	2,6	2,8	2,5	2,1	1,6	1,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
in % vom Umsatz	6,5%	6,5%	6,5%	6,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	3,8	-1,5	-1,0	-2,9	-0,7	-0,8	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3
- Investitionen	-1,2	-1,1	-0,8	-1,3	-2,8	-2,5	-2,1	-1,6	-1,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6
Investitionsquote	3,8%	2,9%	2,1%	3,0%	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	-0,2	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)	9,3	5,1	6,6	4,4	6,0	6,5	7,2	7,4	8,1	7,8	8,1	8,3	8,5	8,8

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 2024	50,5		
Terminal Value	26,4		
Verbindlichkeiten	-6,3		
Liquide Mittel	15,1	Aktienzahl (Mio.)	1,67
Eigenkapitalwert	85,6	Wert je Aktie (EUR)	51,41

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

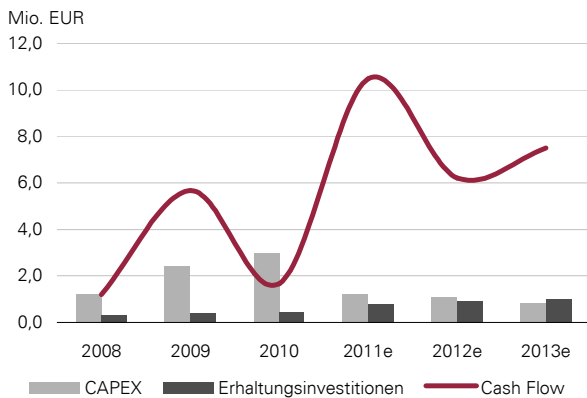
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
11,66%	45,48	45,77	46,09	46,42	46,77	47,14	47,53
11,16%	47,65	48,00	48,38	48,77	49,19	49,63	50,10
10,91%	48,83	49,21	49,62	50,05	50,51	50,99	51,51
10,66%	50,08	50,49	50,94	51,41	51,91	52,44	53,01
10,41%	51,39	51,85	52,34	52,85	53,40	53,99	54,62
10,16%	52,79	53,29	53,83	54,39	55,00	55,65	56,34
9,66%	55,86	56,46	57,11	57,80	58,54	59,34	60,20

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%	43,40	44,41	45,41	46,42	47,42	48,43	49,44
11,16%	45,57	46,64	47,70	48,77	49,84	50,90	51,97
10,91%	46,75	47,85	48,95	50,05	51,15	52,25	53,35
10,66%	48,00	49,14	50,27	51,41	52,54	53,68	54,81
10,41%	49,34	50,51	51,68	52,85	54,03	55,20	56,37
10,16%	50,76	51,97	53,18	54,39	55,61	56,82	58,03
9,66%	53,90	55,20	56,50	57,80	59,10	60,40	61,70

Quelle: Warburg Research

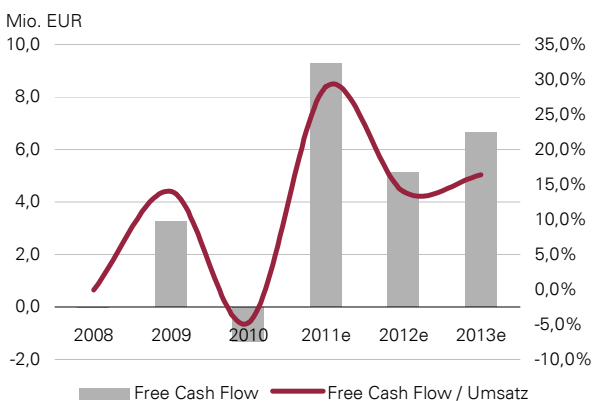
Investitionen und Cash Flow - GK Software



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

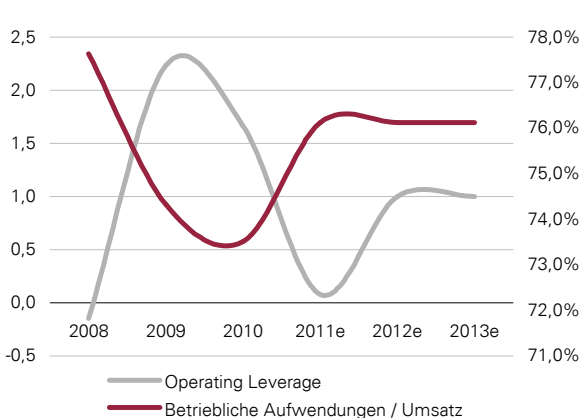
Free Cash Flow Generation - GK Software



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

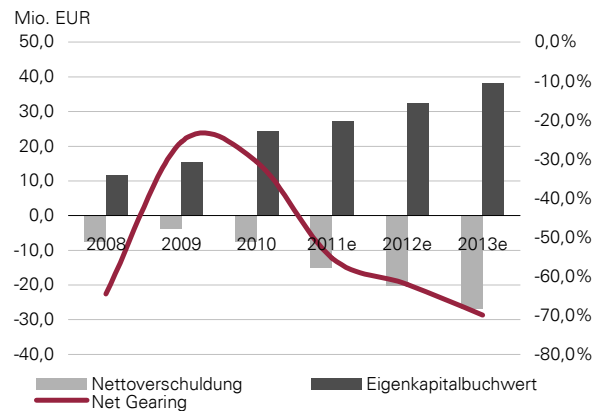
Operating Leverage - GK Software



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

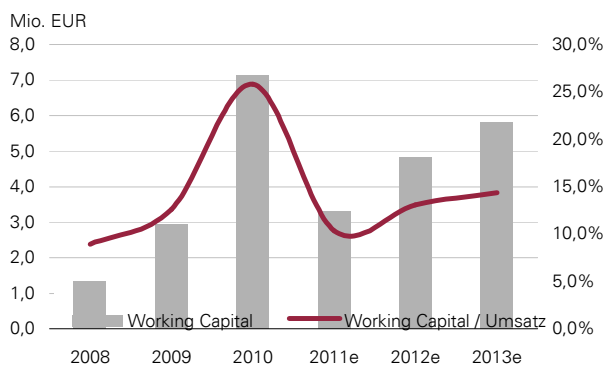
Bilanzqualität - GK Software



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)

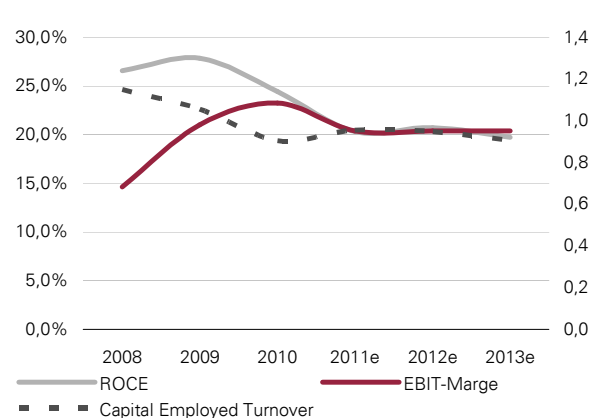
Working Capital - GK Software



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

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.

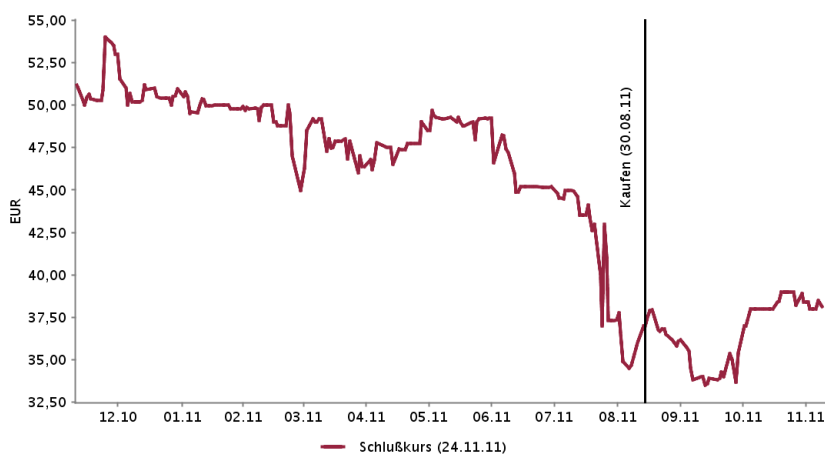
M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	128	71%
Halten	45	25%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	180	

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	105	73%
Halten	36	25%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	2	1%
Gesamt	144	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
GK Software AG am 25.11.11**



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

Warburg Research GmbH

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

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
Christian Cohrs	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com
Felix Ellmann	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com
Ulrich Huwald	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com
Torsten Klingner	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com
Frank Laser	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com
Malte Räter	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Björn Blunck Business Support	+49 40 309537-160 bblunck@warburg-research.com
Daniel Bonn Business Support	+49 40 309537-205 dbonn@warburg-research.com
Annika Boysen Business Support	+49 40 309537-202 aboysen@warburg-research.com

Henner Rüschemier Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@warburg-research.com
Jochen Reichert	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Christopher Rodler	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Malte Schaumann	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Susanne Schwartz	+49 40 309537-155 sschwartz@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com
Markus Pähler Business Support	+49 40 309537-221 mpaehler@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@warburg-research.com
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@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

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner Sales Assistance	+49 40 3282-2703 ktscherner@mmwarburg.com
Katharina Bruns Roadshow / Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

Holger Nass Head of Equity Sales	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch Equity Sales	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon Equity Sales	+49 40 3282-2630 cchavanon@mmwarburg.com
Robert Conredel Equity Sales	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch Equity Sales	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun Equity Sales	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Equity Sales	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Equity Sales	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann Equity Sales	+49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Julian Straube Equity Sales	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Equity Sales	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com