

Buy EUR 45,00 (EUR 44,00) Kurs EUR 38,25 Upside 17,7 %	Wertindikatoren: EUR DCF: 45,10 FCF-Value Potential: 35,66	Aktien Daten: Bloomberg: GKS GR Reuters: GKSG ISIN: DE0007571424	Beschreibung: Führendes Softwareunternehmen für den stationären Einzelhandel
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 72,3 Aktienanzahl (Mio.): 1,9 EV: 84,1 Freefloat MC: 28,5 Ø Trad. Vol. (30T): 8,09 Tsd.	Aktionäre: Freefloat 39,5 % GK Software Holding 49,6 % SAP 5,3 % Rainer Gläß 3,3 % Stephan Kronmüller 2,3 %	Risikoprofil (WRe): 2015e Beta: 1,6 KBV: 2,4 x EK-Quote: 56 % Net Fin. Debt / EBITDA: 2,6 x Net Debt / EBITDA: 3,0 x

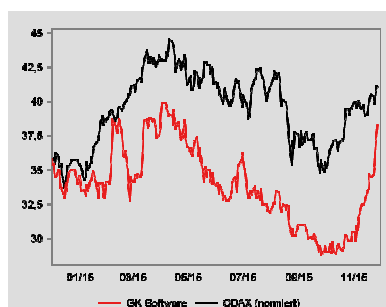
Much success, little profit (yet)

Berichtete Kennzahlen Q3/2015: <table border="1"> <thead> <tr> <th>in Mio. EUR</th> <th>Q3/15</th> <th>Q3/15e</th> <th>Q3/14</th> <th>yoy</th> <th>9M/15</th> <th>9M/15e</th> <th>9M/14</th> <th>yoy</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>15,1</td> <td>14,0</td> <td>10,3</td> <td>46,1%</td> <td>42,0</td> <td>40,9</td> <td>30,6</td> <td>37,4%</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>-1,1</td> <td>-0,9</td> <td>-0,9</td> <td>22,6%</td> <td>-3,4</td> <td>-3,2</td> <td>-2,2</td> <td>51,2%</td> </tr> <tr> <td>Marge</td> <td>-7,2%</td> <td>-6,4%</td> <td>-8,6%</td> <td></td> <td>-8,0%</td> <td>-7,8%</td> <td>-7,3%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>	in Mio. EUR	Q3/15	Q3/15e	Q3/14	yoy	9M/15	9M/15e	9M/14	yoy	Umsatz	15,1	14,0	10,3	46,1%	42,0	40,9	30,6	37,4%	EBIT	-1,1	-0,9	-0,9	22,6%	-3,4	-3,2	-2,2	51,2%	Marge	-7,2%	-6,4%	-8,6%		-8,0%	-7,8%	-7,3%		Kommentar zu den Kennzahlen: <ul style="list-style-type: none"> On November 26, GK Software reported business figures for the first nine months and the third quarter of 2015. Figures were slightly above expectations and showed a strong momentum, mainly on the sales side.
in Mio. EUR	Q3/15	Q3/15e	Q3/14	yoy	9M/15	9M/15e	9M/14	yoy																													
Umsatz	15,1	14,0	10,3	46,1%	42,0	40,9	30,6	37,4%																													
EBIT	-1,1	-0,9	-0,9	22,6%	-3,4	-3,2	-2,2	51,2%																													
Marge	-7,2%	-6,4%	-8,6%		-8,0%	-7,8%	-7,3%																														

GK's FY 2015 is characterised by decent progress in gaining new customers (eleven customers in 2015). This especially applies to the USA and in general to the cooperation with SAP (5.29% shareholder at GK). Meanwhile, SAP is offering five GK solutions in direct sales also. US customers now comprise important reference names such as Loblaw, JD Group or Liquor Depot. Moreover, GK's customers include the subsidiaries of a major American retailer which might serve as a door opener for supplying the parent company too. Currently, the competitive situation in retail is characterised by high technological requirements (payment systems, POS solutions, architectures) in the scope of an ongoing consolidation. Fundamentally, GK benefits from this development. However, owing to the high pace of growth of the last years the company has not been able to transfer this strategically excellent positioning to satisfying profits so far. Most recently, GK Software responded to this situation with changes in the management board and internal organisational measures. In principle, for software companies with a high share in maintenance revenues (35%) as well as high license revenues (9%), EBIT margins of significantly more than 10% are realistic.

A substantial increase of margins to this level is still included in the (slightly increased) estimates for GK. The share remains a Buy with a PT of EUR 45 (EUR 44).

Schätzungsänderungen: <table border="1"> <thead> <tr> <th>GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.</th> <th>2015e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2016e (alt)</th> <th>+ / -</th> <th>2017e (alt)</th> <th>+ / -</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Umsatz</td> <td>56,0</td> <td>0,0 %</td> <td>59,4</td> <td>4,4 %</td> <td>62,9</td> <td>11,2 %</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>3,9</td> <td>0,0 %</td> <td>8,9</td> <td>2,4 %</td> <td>11,3</td> <td>9,4 %</td> </tr> <tr> <td>EBIT</td> <td>0,3</td> <td>0,0 %</td> <td>5,0</td> <td>0,8 %</td> <td>7,2</td> <td>8,3 %</td> </tr> <tr> <td>EPS</td> <td>0,0</td> <td>0,0 %</td> <td>0,0</td> <td>0,5 %</td> <td>0,0</td> <td>8,5 %</td> </tr> </tbody> </table>	GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -	Umsatz	56,0	0,0 %	59,4	4,4 %	62,9	11,2 %	EBITDA	3,9	0,0 %	8,9	2,4 %	11,3	9,4 %	EBIT	0,3	0,0 %	5,0	0,8 %	7,2	8,3 %	EPS	0,0	0,0 %	0,0	0,5 %	0,0	8,5 %	Kommentar zu den Änderungen: <ul style="list-style-type: none"> In light of the decent success in the US business, a market success seems increasingly probable. Thus, the mid-term forecasts are being raised.
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -	2017e (alt)	+ / -																														
Umsatz	56,0	0,0 %	59,4	4,4 %	62,9	11,2 %																														
EBITDA	3,9	0,0 %	8,9	2,4 %	11,3	9,4 %																														
EBIT	0,3	0,0 %	5,0	0,8 %	7,2	8,3 %																														
EPS	0,0	0,0 %	0,0	0,5 %	0,0	8,5 %																														

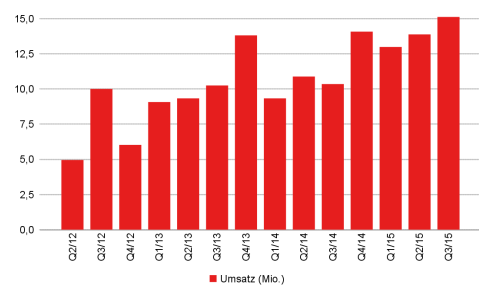


Rel. Performance vs CDAX:	
1 Monat:	21,8 %
6 Monate:	13,0 %
Jahresverlauf:	-5,6 %
Letzte 12 Monate:	-11,2 %

Unternehmenstermine:	

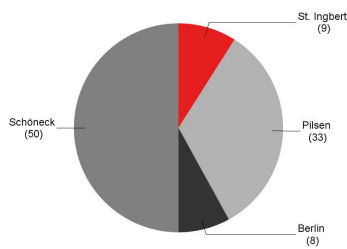
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (14-17e)	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	16,2 %	31,8	28,4	42,5	44,6	56,0	62,0	70,0
Veränd. Umsatz yoy		14,7 %	-10,5 %	49,4 %	5,1 %	25,5 %	10,7 %	12,9 %
Rohertragsmarge		102,8 %	99,8 %	91,3 %	89,6 %	92,0 %	93,0 %	93,0 %
EBITDA	597,5 %	8,6	2,9	3,3	0,0	3,9	9,1	12,4
Marge		27,1 %	10,1 %	7,9 %	0,1 %	7,0 %	14,7 %	17,7 %
EBIT		6,7	0,8	1,0	-3,0	0,3	5,1	7,8
Marge		21,0 %	2,8 %	2,5 %	-6,8 %	0,5 %	8,2 %	11,2 %
Nettoergebnis		4,6	0,7	0,6	-1,9	0,2	3,6	5,6
EPS		2,55	0,38	0,34	-0,99	0,11	1,91	2,95
EPS adj.		2,55	0,38	0,34	-0,99	0,11	1,91	2,95
DPS		0,50	0,00	0,25	0,00	0,00	0,50	0,50
Dividendenrendite		1,1 %	0,0 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,3 %
FCFPS		1,29	0,57	-0,31	-1,15	0,41	2,68	3,73
FCF / MarktKap.		2,9 %	1,5 %	-1,0 %	-3,4 %	1,1 %	7,0 %	9,8 %
EV / Umsatz		2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,6 x	1,5 x	1,3 x	1,0 x
EV / EBITDA		8,1 x	22,4 x	13,6 x	n.a.	21,5 x	8,7 x	5,9 x
EV / EBIT		10,5 x	81,4 x	43,3 x	n.a.	300,5 x	15,6 x	9,3 x
KGV		17,1 x	101,4 x	91,7 x	n.a.	347,7 x	20,0 x	13,0 x
KGV ber.		17,1 x	101,4 x	91,7 x	n.a.	347,7 x	20,0 x	13,0 x
FCF Yield Potential		9,5 %	4,2 %	6,6 %	1,6 %	4,6 %	9,7 %	13,9 %
Nettoverschuldung		-8,4	-5,1	-10,5	-7,4	11,9	6,8	0,7
ROCE (NOPAT)		25,0 %	3,0 %	2,9 %	-8,2 %	0,6 %	8,6 %	13,8 %
Guidance:	n.a.							

Entwicklung Umsatz
in Mio. EUR



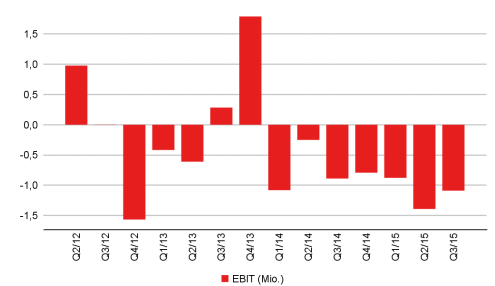
Quelle: Warburg Research

Mitarbeiter nach Standorten
2015e; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

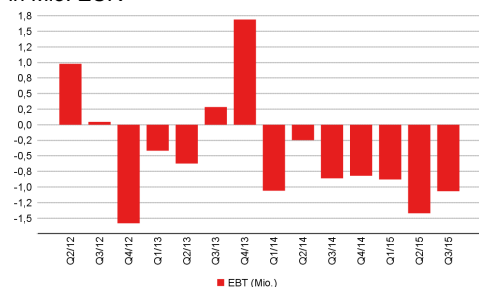
Unternehmenshintergrund

- 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

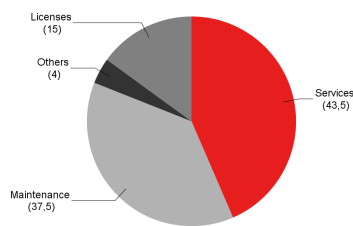
- Entscheidend sind jedoch die strukturellen Vorteile der GK Software:
- Die führende Lösung der GK Software ist vollständig Java-basiert. Damit ist sie schlank, plattformunabhängig und kann auf der vorhandenen Infrastruktur des Kunden betrieben werden.
- Viele Projekte des Einzelhandels werden von Wettbewerbern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



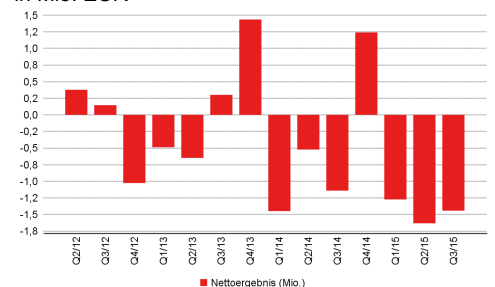
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Segmenten
2015; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

DCF Modell

Kennzahlen in EUR Mio.	Detailplanung			Übergangsphase										Term. Value
	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Umsatz	56,0	62,0	70,0	74,2	78,7	83,4	87,5	91,9	96,5	101,3	106,4	109,1	111,8	
Umsatzwachstum	25,5 %	10,7 %	12,9 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
EBIT	0,3	5,1	7,8	11,1	11,8	12,5	13,1	13,8	14,5	15,2	16,0	16,4	16,8	
EBIT-Marge	0,5 %	8,2 %	11,2 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	15,0 %	
Steuerquote (EBT)	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %	
NOPAT	0,2	3,6	5,6	7,9	8,4	8,9	9,3	9,8	10,3	10,8	11,3	11,6	11,9	
Abschreibungen	3,6	4,0	4,6	3,7	3,9	4,2	3,5	2,8	2,9	1,0	1,1	1,1	1,1	
Abschreibungsquote	6,5 %	6,5 %	6,5 %	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	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	1,6	1,1	1,6	8,2	-0,3	-0,4	-0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	0,6	0,6	
- Investitionen	1,5	1,5	1,5	2,2	2,4	2,5	2,6	2,8	1,9	1,0	1,1	1,1	1,1	
Investitionsquote	2,7 %	2,4 %	2,1 %	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)	0,8	5,1	7,0	-0,3	10,3	11,0	11,0	8,8	10,2	9,7	10,2	11,0	11,3	11
Barwert FCF	0,8	4,6	5,8	-0,2	6,9	6,7	6,1	4,4	4,7	4,0	3,8	3,7	3,5	44
Anteil der Barwerte	11,24 %			44,16 %										44,60 %

Modell-Parameter

Herleitung WACC:		Herleitung Beta:	
Fremdkapitalquote	0,00 %	Finanzielle Stabilität	1,50
FK-Zins (nach Steuern)	4,2 %	Liquidität (Aktie)	1,50
Marktrendite	7,00 %	Zyklizität	2,00
Risikofreie Rendite	1,50 %	Transparenz	1,50
		Sonstiges	1,50
WACC	10,30 %	Beta	1,60

Wertermittlung (Mio.)

Barwerte bis 2027e	55		
Terminal Value	44		
Zinstr. Verbindlichkeiten	1		
Pensionsrückstellungen	2		
Hybridkapital	0		
Minderheiten	0		
Marktwert v. Beteiligungen	0		
Liquide Mittel	-11	Aktienzahl (Mio.)	1,9
Eigenkapitalwert	85	Wert je Aktie (EUR)	45,10

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
1,78	11,3 %	37,29	37,75	38,24	38,75	39,29	39,87	40,48	1,78	11,3 %	33,40	35,19	36,97	38,75	40,53	42,31	44,09
1,69	10,8 %	40,01	40,55	41,12	41,73	42,38	43,06	43,79	1,69	10,8 %	36,06	37,95	39,84	41,73	43,62	45,51	47,40
1,65	10,6 %	41,49	42,08	42,70	43,36	44,07	44,82	45,62	1,65	10,6 %	37,52	39,47	41,41	43,36	45,31	47,26	49,21
1,60	10,3 %	43,05	43,69	44,38	45,10	45,87	46,70	47,58	1,60	10,3 %	39,07	41,08	43,09	45,10	47,11	49,12	51,13
1,55	10,1 %	44,71	45,41	46,16	46,95	47,80	48,71	49,68	1,55	10,1 %	40,72	42,80	44,88	46,95	49,03	51,11	53,18
1,51	9,8 %	46,48	47,25	48,06	48,93	49,87	50,87	51,95	1,51	9,8 %	42,49	44,64	46,79	48,93	51,08	53,23	55,38
1,42	9,3 %	50,37	51,29	52,28	53,34	54,48	55,71	57,04	1,42	9,3 %	46,41	48,72	51,03	53,34	55,64	57,95	60,26

- 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

Wertermittlung

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
KBV	2,8 x	2,4 x	1,7 x	2,6 x	2,4 x	2,1 x	1,9 x
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	10,44	9,67	13,12	11,68	2,50	5,87	9,99
EV / Umsatz	2,2 x	2,2 x	1,1 x	1,6 x	1,5 x	1,3 x	1,0 x
EV / EBITDA	8,1 x	22,4 x	13,6 x	n.a.	21,5 x	8,7 x	5,9 x
EV / EBIT	10,5 x	81,4 x	43,3 x	n.a.	300,5 x	15,6 x	9,3 x
EV / EBIT adj.*	10,5 x	81,4 x	43,3 x	n.a.	300,5 x	15,6 x	9,3 x
Kurs / FCF	34,0 x	68,2 x	n.a.	n.a.	94,1 x	14,3 x	10,3 x
KGV	17,1 x	101,4 x	91,7 x	n.a.	347,7 x	20,0 x	13,0 x
KGV ber.*	17,1 x	101,4 x	91,7 x	n.a.	347,7 x	20,0 x	13,0 x
Dividendenrendite	1,1 %	0,0 %	0,8 %	0,0 %	0,0 %	1,3 %	1,3 %
Free Cash Flow Yield Potential	9,5 %	4,2 %	6,6 %	1,6 %	4,6 %	9,7 %	13,9 %
*Adjustiert um:	-						

GuV

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	31,8	28,4	42,5	44,6	56,0	62,0	70,0
Veränd. Umsatz yoy	14,7 %	-10,5 %	49,4 %	5,1 %	25,5 %	10,7 %	12,9 %
Bestandsveränderungen	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierte Eigenleistungen	1,5	0,7	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7
Gesamterlöse	33,2	29,0	42,8	45,1	56,6	62,6	70,7
Materialaufwand	0,6	0,7	4,1	5,2	5,0	5,0	5,6
Rohhertrag	32,6	28,4	38,8	40,0	51,5	57,7	65,1
<i>Rohhertragsmarge</i>	<i>102,8 %</i>	<i>99,8 %</i>	<i>91,3 %</i>	<i>89,6 %</i>	<i>92,0 %</i>	<i>93,0 %</i>	<i>93,0 %</i>
Personalaufwendungen	18,6	19,8	25,6	28,7	35,8	37,2	39,9
Sonstige betriebliche Erträge	0,7	1,7	2,5	2,2	3,4	3,7	4,2
Sonstige betriebliche Aufwendungen	6,2	7,4	12,3	13,4	15,1	15,1	17,0
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,6	2,9	3,3	0,0	3,9	9,1	12,4
<i>Marge</i>	<i>27,1 %</i>	<i>10,1 %</i>	<i>7,9 %</i>	<i>0,1 %</i>	<i>7,0 %</i>	<i>14,7 %</i>	<i>17,7 %</i>
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,6	0,6	0,8	0,9	0,8	0,9	1,1
EBITA	8,0	2,2	2,6	-0,9	3,1	8,2	11,3
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,4	1,5	1,2	2,8	3,1	3,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
EBIT	6,7	0,8	1,0	-3,0	0,3	5,1	7,8
<i>Marge</i>	<i>21,0 %</i>	<i>2,8 %</i>	<i>2,5 %</i>	<i>-6,8 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>11,2 %</i>
EBIT adj.	6,7	0,8	1,0	-3,0	0,3	5,1	7,8
Zinserträge	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Zinsaufwendungen	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	6,6	0,8	0,9	-3,0	0,3	5,1	7,8
<i>Marge</i>	<i>20,7 %</i>	<i>2,9 %</i>	<i>2,2 %</i>	<i>-6,7 %</i>	<i>0,5 %</i>	<i>8,2 %</i>	<i>11,2 %</i>
Steuern gesamt	2,0	0,1	0,3	-1,1	0,1	1,5	2,3
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	4,6	0,7	0,6	-1,9	0,2	3,6	5,6
Ergebnis aus eingest. Geschäftsbereichen (nach St.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	4,6	0,7	0,6	-1,9	0,2	3,6	5,6
Minderheitenanteile	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	4,6	0,7	0,6	-1,9	0,2	3,6	5,6
<i>Marge</i>	<i>14,4 %</i>	<i>2,4 %</i>	<i>1,4 %</i>	<i>-4,2 %</i>	<i>0,4 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>8,0 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich)	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
EPS	2,55	0,38	0,34	-0,99	0,11	1,91	2,95
EPS adj.	2,55	0,38	0,34	-0,99	0,11	1,91	2,95

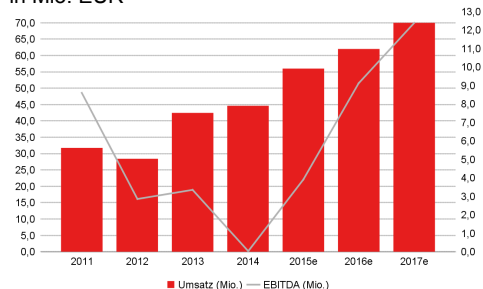
*Adjustiert um:

Guidance: n.a.**Kennzahlen**

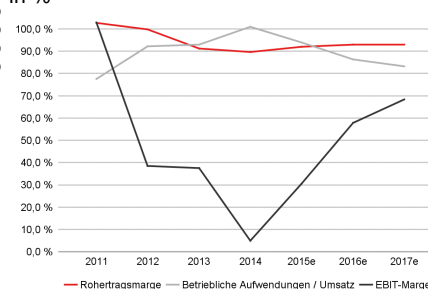
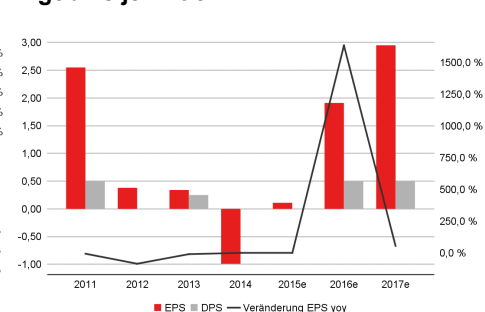
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	77,6 %	92,1 %	93,0 %	101,1 %	94,0 %	86,3 %	83,3 %
Operating Leverage	0,2 x	8,4 x	0,7 x	n.a.	n.a.	160,1 x	4,2 x
EBITDA / Interest expenses	31,2 x	14,9 x	14,9 x	0,3 x	n.a.	n.a.	n.a.
Steuerquote (EBT)	30,5 %	17,6 %	35,5 %	37,4 %	29,0 %	29,0 %	29,0 %
Ausschüttungsquote	19,6 %	0,0 %	74,5 %	0,0 %	0,0 %	26,2 %	17,0 %
Umsatz je Mitarbeiter	79.781	70.022	102.535	105.677	129.988	141.094	156.176

Umsatz, EBITDA

in Mio. EUR

**Operative Performance**

in %

**Ergebnis je Aktie**

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

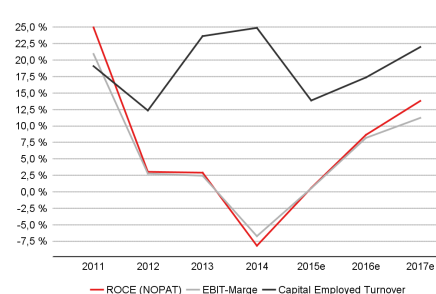
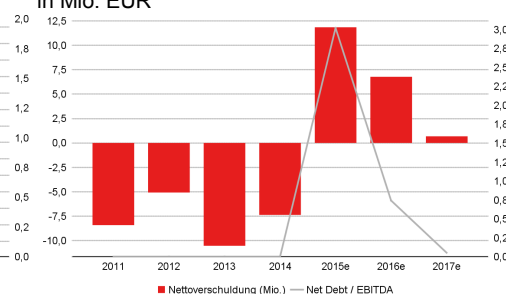
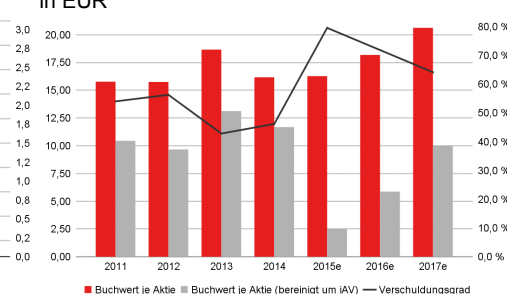
Quelle: Warburg Research

Bilanz

In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	9,5	10,9	9,9	8,5	26,0	23,3	20,1
davon übrige imm. VG	3,1	4,5	3,5	2,9	0,5	-2,3	-5,4
davon Geschäfts- oder Firmenwert	6,4	6,4	6,4	5,5	25,5	25,5	25,5
Sachanlagen	4,1	4,9	4,8	5,0	5,3	5,5	5,5
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	13,7	15,8	14,7	13,4	31,3	28,7	25,6
Vorräte	0,0	1,0	1,0	1,2	0,8	0,9	1,1
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	11,9	11,6	13,1	9,2	11,5	12,7	14,4
Liquide Mittel	13,9	10,3	13,7	10,2	0,9	6,0	12,1
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	4,0	5,4	5,2	10,7	10,7	10,7	10,7
Umlaufvermögen	29,8	28,3	33,0	31,2	23,9	30,3	38,3
Bilanzsumme (Aktiva)	43,5	44,1	47,7	44,7	55,2	59,0	64,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Kapitalrücklage	14,2	14,4	18,2	18,2	18,2	18,2	18,2
Gewinnrücklagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	3,8	8,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	12,2	12,0	13,4	10,4	10,4	10,4	10,4
Buchwert	28,2	28,2	33,4	30,6	30,8	34,4	39,0
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	28,2	28,2	33,4	30,6	30,8	34,4	39,0
Rückstellungen gesamt	1,8	4,6	3,5	4,1	4,1	4,1	4,1
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,2	1,7	0,9	1,7	1,7	1,7	1,7
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	5,2	3,5	2,3	1,1	11,1	11,1	11,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	0,8	2,2	1,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	0,3	0,8	1,0	1,6	2,0	2,2	2,5
Sonstige Verbindlichkeiten	7,9	6,9	7,6	7,2	7,2	7,2	7,2
Verbindlichkeiten	15,2	15,9	14,3	14,1	24,5	24,7	25,0
Bilanzsumme (Passiva)	43,5	44,1	47,7	44,7	55,2	59,0	64,0

Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitaleffizienz							
Operating Assets Turnover	2,1 x	1,8 x	2,5 x	3,4 x	3,7 x	3,8 x	3,9 x
Capital Employed Turnover	1,6 x	1,2 x	1,9 x	1,9 x	1,3 x	1,5 x	1,8 x
ROA	33,4 %	4,3 %	4,1 %	-13,9 %	0,6 %	12,6 %	21,7 %
Kapitalverzinsung							
ROCE (NOPAT)	25,0 %	3,0 %	2,9 %	-8,2 %	0,6 %	8,6 %	13,8 %
ROE	17,4 %	2,4 %	2,0 %	-5,8 %	0,6 %	11,1 %	15,2 %
Adj. ROE	17,4 %	2,4 %	2,0 %	-5,8 %	0,6 %	11,1 %	15,2 %
Bilanzqualität							
Nettoverschuldung	-8,4	-5,1	-10,5	-7,4	11,9	6,8	0,7
Nettofinanzverschuldung	-8,6	-6,8	-11,5	-9,0	10,2	5,1	-1,0
Net Gearing	-29,8 %	-18,0 %	-31,5 %	-24,1 %	38,5 %	19,7 %	1,7 %
Net Fin. Debt / EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	260,0 %	56,2 %	n.a.
Buchwert je Aktie	15,8	15,7	18,7	16,2	16,3	18,2	20,6
Buchwert je Aktie (bereinigt um iAV)	10,4	9,7	13,1	11,7	2,5	5,9	10,0

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

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Cash flow

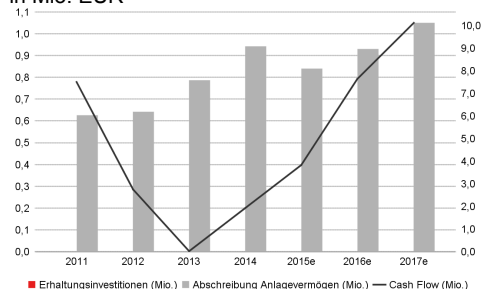
In EUR Mio.	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	4,6	0,7	0,6	-1,9	0,2	3,6	5,6
Abschreibung Anlagevermögen	0,6	0,6	0,8	0,9	0,8	0,9	1,1
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,9	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	1,3	1,4	1,5	1,2	2,8	3,1	3,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	0,2	1,6	-1,7	0,8	0,0	0,0	0,0
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,8	-1,6	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	7,5	2,8	0,0	1,9	3,8	7,6	10,1
Veränderung Vorräte	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,4	-0,1	-0,2
Veränderung Forderungen aus L+L	2,0	2,4	2,4	-0,4	-2,3	-1,2	-1,7
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	-4,8	-2,2	-1,0	-0,2	0,4	0,2	0,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	0,0	0,0	0,0	-1,6	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital (gesamt)	-2,8	0,3	1,5	-2,3	-1,6	-1,1	-1,6
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4,7	3,1	1,6	-0,4	2,3	6,5	8,5
Investitionen in iAV	-1,7	-0,9	-0,9	-1,2	-0,4	-0,3	-0,3
Investitionen in Sachanlagen	-0,7	-1,1	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-20,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	-0,3	-0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	-1,6	1,2	0,3	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-2,7	-4,0	-0,9	-1,6	-21,5	-1,5	-1,5
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-0,7	-1,8	-1,2	-1,2	10,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	-0,9	-0,9	0,0	-0,5	0,0	0,0	-0,9
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	3,8	0,0	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	-1,6	-2,7	2,6	-1,6	10,0	0,0	-0,9
Veränderung liquide Mittel	0,4	-3,6	3,2	-3,6	-9,2	5,1	6,1
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	13,9	10,3	13,5	10,2	0,9	6,0	12,1

Kennzahlen

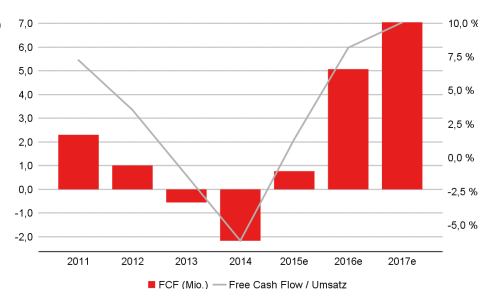
	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Kapitalfluss							
FCF	2,3	1,0	-0,6	-2,2	0,8	5,1	7,0
Free Cash Flow / Umsatz	7,2 %	3,6 %	-1,3 %	-6,2 %	1,4 %	8,2 %	10,1 %
Free Cash Flow Potential	6,6	2,7	3,0	1,2	3,8	7,6	10,1
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	50,4 %	149,7 %	-91,9 %	147,0 %	386,6 %	140,5 %	126,6 %
Zinserträge / Avg. Cash	1,4 %	1,9 %	0,9 %	1,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,9 %	4,4 %	7,8 %	7,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Investitionsquote	7,7 %	7,2 %	5,0 %	5,3 %	2,7 %	2,4 %	2,1 %
Maint. Capex / Umsatz	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
CAPEX / Abschreibungen	125,7 %	99,2 %	92,0 %	77,6 %	40,9 %	36,4 %	32,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	28,2 %	37,8 %	27,2 %	23,0 %	16,1 %	16,7 %	16,7 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	3630,7 %	1379,5 %	1356,9 %	562,7 %	575,0 %	577,3 %	576,0 %
Vorratsumschlag	n.a.	0,7 x	3,9 x	4,4 x	6,3 x	5,5 x	5,1 x
Receivables collection period (Tage)	137	149	113	75	75	75	75
Payables payment period (Tage)	197	457	86	116	145	162	163
Cash conversion cycle (Tage)	n.a.	-252	-37	-52	-111	-119	-109

Investitionen und Cash Flow

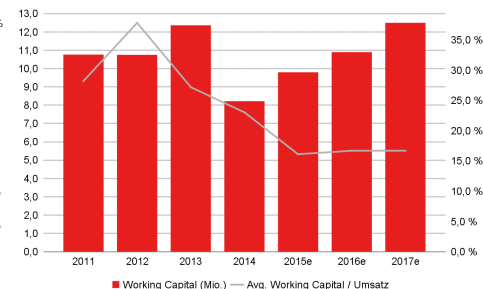
in Mio. EUR



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 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren 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 (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

URHEBERRECHTE

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

ERKLÄRUNG GEMÄß § 34B ABS. 1 WPHG UND FINANV

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

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

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

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

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

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

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

QUELLEN

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

Zusätzliche Informationen für Kunden in den USA

1. Dieser Research Report (der „Report“) ist ein Produkt der Warburg Research GmbH, Deutschland einer 100%-Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, Deutschland (im Folgenden zusammen als „Warburg“ bezeichnet). Warburg ist der Arbeitgeber des jeweiligen Research-Analysten, der den Report erstellt hat. Der Research-Analyst, hat seinen Wohnsitz außerhalb der USA und ist keine mit einem US-regulierten Broker-Dealer verbundene Person und unterliegt damit auch nicht der Aufsicht eines US-regulierten Broker-Dealer.
2. Zur Verteilung in den USA ist dieser Report ausschließlich nur an „große institutionelle US-Investoren“ gerichtet, wie in Rule 15a-6 gemäß dem U.S. Securities Exchange Act von 1934 beschrieben.
3. Alle Empfänger dieses Reports sollten Transaktionen in den im Report erwähnten Wertpapieren nur über J.P.P. Euro-Securities, Inc., Delaware, durchführen.
4. J.P.P. Euro-Securities, Inc. erhält oder nimmt keinerlei Vergütung für die Verbreitung der Research-Reports von Warburg an.

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

- 1- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen oder ein für die Erstellung der Analyse verantwortlicher Mitarbeiter dieser Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung von mehr als 5%**.
- 2- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **betreuen Finanzinstrumente**, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
- 4- Warburg Research oder mit diesem verbundene Unternehmen waren in den letzten zwölf Monaten gegenüber dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Dienstleistungsvereinbarung im Zusammenhang mit **Investmentbanking-Geschäften** gebunden, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder ein mit ihm verbundenes Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Mit Warburg Research verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig Finanzinstrumente** des analysierten Unternehmens oder von ihnen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

This report has been made accessible to the company analysed.

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	115	63
Halten	57	31
Verkaufen	6	3
Empf. ausgesetzt	5	3
Gesamt	183	100

WARBURG RESEARCH GMBH - ANALYSIERTES UNIVERSUM NACH ANLAGEEMPFEHLUNG ...

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	20	69
Halten	7	24
Verkaufen	1	3
Empf. ausgesetzt	1	3
Gesamt	29	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [GK SOFTWARE] AM [30.11.2015]


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

EQUITIES

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

RESEARCH

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

Lucas Boventer +49 40 309537-290
Renewables, Internet, Media lboventer@warburg-research.com

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

J. Moritz Rieser +49 40 309537-260
Real Estate mrieser@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Cap. Goods, Renewables aroshanzamir@warburg-research.com

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

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

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

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

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

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

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

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

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

Lyubka Bogdanova +49 69 5050-7411
United Kingdom, Australia lbogdanova@mmwarburg.com

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

Paul Dontenwill +49 40 3282-2666
USA pdontenwill@mmwarburg.com

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

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

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

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

Fabian Roggemann +49 40 3282-2667
USA froggemann@mmwarburg.com

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

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

SALES TRADING

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

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

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

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

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

MACRO RESEARCH

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

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

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

Our research can be found under:

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

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

For access please contact:

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

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