

Kaufen (alt: Kaufen)

Kursziel EUR 5,30 (alt: 5,60)

Kurs EUR 3,05
Bloomberg GFT GR
Reuters GFTG
Branche Software/IT

IT-Dienstleister mit den Kerngeschäftsfeldern Services (IT-Lösungen für Finanzdienstleister) und Resourcing (Vermittlung von IT-Spezialisten)


Aktien Daten: 10.08.2011 / Schlusskurs

Marktkapitalisierung: EUR 80,3 Mio.
Enterprise Value (EV): EUR 52,0 Mio.
Buchwert: EUR 81,4 Mio.
Aktienanzahl: 26,3 Mio.
Handelsvolumen Ø: EUR 163 Tsd.

Aktionäre:
 Freefloat 56,9 %
 Ulrich Dietz 28,5 %
 Maria Dietz 9,7 %
 BW Invest 5,0 %
Termine:
 Zahlen Q3 09.11.11

Änderung	2011e		2012e		2013e	
	alt	Δ%	alt	Δ%	alt	Δ%
Umsatz	279	0	302	-5,0	322	-7,4
EBIT	12,2	0	15,5	-24,7	16,7	-28,6
EPS	0,36	-5,6	0,45	-26,7	0,48	-29,2

 Analyse: Warburg Research
 Publikationsdatum: 11.08.2011
 Analyst: Andreas Wolf
 +49 (0)40-309537-140
 awolf@warburg-research.com

Resourcing treibt Umsatzwachstum

GFT hat gute Zahlen für das zweite Quartal veröffentlicht.

GFT Technologies - Q2 2011

Angaben in Mio. EUR	Q2/11	Q2/11e	Q2/10	yoy	6M/11	6M/10	yoy
Umsatz	74,5	72,0	60,3	23,6%	141,8	114,7	23,6%
EBITDA	3,6	3,3	3,2	13,0%	5,9	4,9	19,0%
<i>Marge</i>	4,9%	4,6%	5,3%		4,1%	4,3%	
EBT	3,5	3,2	3,0	18,3%	5,5	4,6	20,7%
<i>Marge</i>	4,7%	4,4%	4,9%		3,9%	4,0%	
EPS in EUR	0,09	0,08	0,08	12,5%	0,14	0,12	16,7%

Quellen: GFT Technologies (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Der **Umsatz** stieg um 24% auf EUR 74,5 Mio. (WRe: EUR 72 Mio.) getrieben vor allem vom starken Resourcing-Geschäft (+47% yoy auf EUR 45 Mio.) – über alle adressierten Branchen und Länder war die Nachfrage stark. Das margenstärkere Service-Segment war yoy im zweiten Quartal etwa unverändert mit EUR 29,4 Mio. und sollte in der zweiten Jahreshälfte eine Belebung sehen.

Die **Ergebniskennziffern** haben sich absolut gegenüber dem Vorjahresquartal verbessert. Ein höherer Anteil von Resourcing-Umsätzen, die mit unter dem Konzerndurchschnitt liegenden Margen einhergehen, sowie Kosten für die Akquisition von Asymo (ca. EUR 400 Tsd.), erklären den Margenrückgang.

Angesichts der Eintrübung konjunktureller Indikatoren werden die Schätzung für 2012ff. reduziert. Zuletzt negativ überraschende Zahlen aus der Software-Branche (z.B. Temenos) deuten auf eine sich abschwächende Nachfrage der Finanzindustrie. Da GFT Core-Banking-Prozesse adressiert und diese wartet, dürften die Einflüsse einer konjunkturellen Abkühlung abgefedert werden. GFT hat bereits in der vergangenen Finanz- und Konjunkturkrise bewiesen, dass das Unternehmen auch unter schwierigen Rahmenbedingungen nicht nur profitabel bleibt, sondern auch mit einem ROCE von über 10% die Kapitalkosten verdient.

Die gute Profitabilität des Unternehmens ist insbesondere durch dessen Geschäftsmodell bedingt: Das Segment Services ist synergetisch mit dem Segment Resourcing (Vermittlung von IT-Spezialisten) verknüpft. Deshalb führt der Einsatz von IT-Freiberuflern im Dienstleistungsgeschäft zu flexiblen Kostenstrukturen und erlaubt es, auf Umsatzzwankungen zeitnah reagieren zu können.

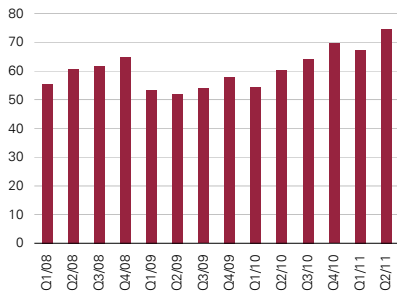
Angesichts der guten Visibilität für die zweite Jahreshälfte (die erwarteten Umsätze sind zu über 80% bereits abgedeckt) hat das Management die Erwartung eines Umsatzes von EUR 275 Mio. und eines EBT von EUR 13 Mio. bestätigt.

Bewertung: Angesichts unserer reduzierten Schätzungen wurde das Kursziel von EUR 5,60 auf EUR 5,30 reduziert. Das aktuelle Kursniveau wird gestützt durch einen Buchwert von ca. EUR 3 je Aktie, der zu etwa einem Drittel durch die Nettofinanzposition GFT's untermauert ist. GFT bleibt weiterhin ein Kauf.

Geschäftsjahresende:

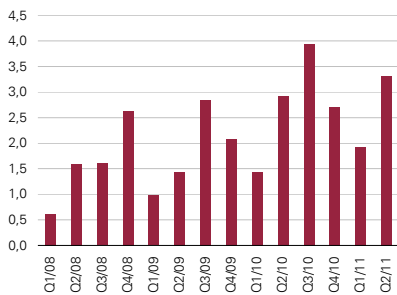
31.12.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<i>in EUR Mio</i>							
Umsatz	247	242	217	248	279	287	298
<i>Veränderung Umsatz yoy</i>	42,3 %	-1,9 %	-10,5 %	14,5 %	12,3 %	2,9 %	4,0 %
Rohertrag	97,0	93,4	86,4	106	117	121	125
<i>Rohertragsmarge</i>	39,3 %	38,6 %	39,8 %	42,8 %	41,9 %	42,0 %	42,0 %
EBITDA	13,2	8,1	8,5	12,2	13,4	13,2	13,4
<i>EBITDA-Marge</i>	5,4 %	3,3 %	3,9 %	4,9 %	4,8 %	4,6 %	4,5 %
EBIT	11,8	6,4	7,3	11,0	12,2	11,7	11,9
<i>EBIT-Marge</i>	4,8 %	2,7 %	3,4 %	4,4 %	4,4 %	4,1 %	4,0 %
Jahresüberschuss	8,6	6,0	4,7	7,8	8,9	8,8	9,0
EPS	0,33	0,23	0,18	0,30	0,34	0,33	0,34
Free Cash Flow je Aktie	0,29	0,29	0,22	0,21	0,48	0,30	0,31
Dividende	0,00	0,10	0,10	0,15	0,20	0,20	0,20
<i>Dividendenrendite</i>	n.a.	3,3 %	3,3 %	4,9 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
EV/Umsatz	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,5	7,4	7,0	4,9	3,9	3,9	3,7
EV/EBIT	5,1	9,3	8,2	5,4	4,3	4,4	4,2
KGV	9,2	13,3	16,9	10,2	9,0	9,2	9,0
ROCE	21,2 %	10,5 %	11,2 %	15,8 %	15,6 %	13,9 %	13,8 %
Adj. Free Cash Flow Yield	20,2 %	11,5 %	9,7 %	17,4 %	23,1 %	22,8 %	23,7 %

Entwicklung Umsatz
in EUR Mio.



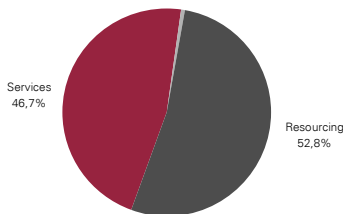
Quelle: GFT Technologies

Entwicklung EBIT
in EUR Mio.



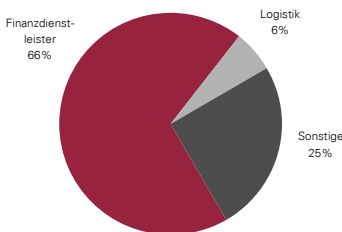
Quelle: GFT Technologies

Umsatz nach Geschäftsbereichen
2010



Quelle: GFT Technologies

Umsatz nach Branchen
2010



Quelle: GFT Technologies

Unternehmenshintergrund

Die GFT Technologies AG bietet als Dienstleister im IT-Umfeld ein breites Leistungsspektrum von der Beratung über Systemintegration und Anwendungsentwicklung bis hin zur Vermittlung von Freiberuflern.

Die Aktivitäten von GFT gliedern sich in die beiden Kerngeschäftsbereiche IT-Services und Resourcing.

- IT-Services: Entwicklung, Integration und Wartung von IT-Lösungen mit Fokus auf Banken und Versicherungen
- Resourcing: Vermittlung von IT-Freiberuflern

Wettbewerbsqualität

Die Kernkompetenz von GFT liegt im Bereich IT-Dienstleistungen für Banken und Versicherungen. GFT ist im Segment Services klar auf die Branchen Finanzdienstleistung und Logistik fokussiert und verfügt in diesem Sektor über hohes Projekt Know-How und umfassende Kenntnisse der Geschäftsprozesse.

Auf Grund des langjährigen Track Record als verlässlicher IT-Partner im Finanzdienstleistungssektor wird GFT trotz verhältnismäßig geringer Unternehmensgröße als Branchenexperte wahrgenommen.

Somit ist GFT in einer für IT-Dienstleister besonders attraktiven Branche stark positioniert. Banken und Versicherungen tätigen umfassende Investitionen zur Effizienzsteigerung und streben stets nach verbesserten IT-Prozessen.

Bislang waren hauptsächlich große Konzerne die Investitionstreiber. GFT hat sich trotz hoher Wettbewerbsintensität im Wettbewerb um diese Kunden behauptet und ist bis zum Beginn der Finanzkrise dynamisch gewachsen. Zukünftig sollten auch kleinere Banken und Versicherungen zunehmend in die Verbesserung der Geschäftsprozesse investieren. Diese kleineren Projektgrößen kann GFT effizient bearbeiten während die z.T. wesentlich größeren Wettbewerber auf Großprojekte fokussiert sind. In dieser Nische ist GFT bereits wieder zu profitablen Wachstum zurückgekehrt.

Der gesamte Bereich der IT-Services ist synergetisch mit dem Resourcing verknüpft. Neben umfassendem Cross-Selling Potenzial ist das Servicesegment auch größter Kunde des Resourcingsegments, was die Kostenstruktur sehr flexibel gestaltet.

Auf dieser Basis ist GFT selbst in der aktuellen Konjunkturkrise deutlich profitabel. Mit einer Nettofinanzposition von ca. EUR 33 Mio. und einer Eigenkapitalquote von ca. 60% ist GFT auch bilanziell solide aufgestellt.

Gewinn- und Verlustrechnung GFT

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Umsatz	247	242	217	248	279	287	298
Bestandsveränderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aktivierete Eigenleistungen	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Gesamtleistung	247	242	217	248	279	287	298
Materialaufwand	150	149	130	142	162	166	173
Rohertrag	97,0	93,4	86,4	106	117	121	125
Personalaufwendungen	64,5	66,8	62,5	76,5	85,3	88,3	92,5
Sonstige betriebliche Erträge	2,0	3,0	2,0	3,5	3,1	2,9	3,3
Sonstige betriebliche Aufwendungen	21,2	21,5	17,3	21,1	21,2	21,8	22,7
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBITDA	13,2	8,1	8,5	12,2	13,4	13,2	13,4
Abschreibungen auf Sachanlagen	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7	1,0	1,0
EBITA	12,2	7,0	7,6	11,3	12,7	12,2	12,4
Abschreibungen auf iAV	0,4	0,5	0,3	0,2	0,5	0,5	0,5
Goodwill-Abschreibung	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	11,8	6,4	7,3	11,0	12,2	11,7	11,9
Zinserträge	0,8	0,9	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0
Zinsaufwendungen	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Finanzergebnis	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	1,0	1,0
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	12,4	6,9	7,9	11,6	13,1	12,7	12,9
AO-Beitrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	12,4	6,9	7,9	11,6	13,1	12,7	12,9
Steuern gesamt	3,8	0,9	1,7	3,3	4,2	3,9	3,9
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	8,6	6,0	6,2	8,2	8,9	8,8	9,0
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0	0,0	-1,4	-0,5	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	8,6	6,0	4,7	7,8	8,9	8,8	9,0
Minority interest	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Jahresüberschuss	8,6	6,0	4,7	7,8	8,9	8,8	9,0

Quellen: GFT (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Gewinn- und Verlustrechnung GFT

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 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Aktivierete Eigenleistungen	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Gesamtleistung	100,1 %	100,1 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Materialaufwand	60,8 %	61,5 %	60,2 %	57,2 %	58,1 %	58,0 %	58,0 %
Rohertrag	39,3 %	38,6 %	39,8 %	42,8 %	41,9 %	42,0 %	42,0 %
Personalaufwendungen	26,1 %	27,6 %	28,8 %	30,8 %	30,6 %	30,8 %	31,0 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,8 %	1,2 %	0,9 %	1,4 %	1,1 %	1,0 %	1,1 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	8,6 %	8,9 %	8,0 %	8,5 %	7,6 %	7,6 %	7,6 %
Unregelmäßige Erträge/Aufwendungen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBITDA	5,4 %	3,3 %	3,9 %	4,9 %	4,8 %	4,6 %	4,5 %
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,4 %	0,5 %	0,4 %	0,4 %	0,2 %	0,4 %	0,3 %
EBITA	4,9 %	2,9 %	3,5 %	4,5 %	4,6 %	4,3 %	4,2 %
Abschreibungen auf iAV	0,2 %	0,2 %	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Goodwill-Abschreibung	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	4,8 %	2,7 %	3,4 %	4,4 %	4,4 %	4,1 %	4,0 %
Zinserträge	0,3 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %
Zinsaufwendungen	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Finanzergebnis	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,4 %	0,3 %
Gewöhnliches Vorsteuererg. aus fortgef. Geschäftstätigkeit	5,0 %	2,9 %	3,6 %	4,7 %	4,7 %	4,4 %	4,3 %
AO-Beitrag	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBT	5,0 %	2,9 %	3,6 %	4,7 %	4,7 %	4,4 %	4,3 %
Steuern gesamt	1,5 %	0,4 %	0,8 %	1,3 %	1,5 %	1,4 %	1,3 %
Jahresüberschuss aus fortgef. Geschäftstätigkeit	3,5 %	2,5 %	2,9 %	3,3 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %
Ergebnis aus eingestellten Geschäftsbereichen (nach Steuern)	0,0 %	0,0 %	-0,7 %	-0,2 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss vor Anteilen Dritter	3,5 %	2,5 %	2,2 %	3,1 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %
Minority interest	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Jahresüberschuss	3,5 %	2,5 %	2,2 %	3,1 %	3,2 %	3,1 %	3,0 %

Quellen: GFT (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz GFT

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	21,2	20,8	20,7	20,8	31,4	31,4	31,4
davon übrige imm. VG	0,9	0,5	0,4	0,4	4,7	4,7	4,7
davon Geschäfts- oder Firmenwert	20,4	20,4	20,4	20,4	26,7	26,7	26,7
Sachanlagen	2,6	2,6	2,2	2,7	3,7	3,9	4,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	12,7	6,4	6,4	6,4
Anlagevermögen	23,9	23,5	23,0	36,3	41,6	41,8	42,0
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	47,9	44,1	42,6	54,8	53,5	55,0	57,2
Sonstige Vermögensgegenstände	11,4	10,7	10,8	8,8	8,8	8,8	8,8
Liquide Mittel	28,7	35,2	37,7	27,4	36,3	37,5	38,7
Umlaufvermögen	88,1	90,0	91,1	91,0	98,6	101	105
Bilanzsumme (Aktiva)	112	114	114	127	140	143	147
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3
Kapitalrücklage	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1	42,1
Gewinnrücklagen	2,3	6,8	8,5	10,2	15,2	18,7	22,5
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-13,1	-12,1	-11,3	-7,4	-2,3	-3,8	-5,3
Buchwert	57,7	63,2	65,8	71,3	81,4	83,3	85,6
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eigenkapital	57,7	63,2	65,8	71,3	81,4	83,3	85,6
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,9	1,0	0,5	0,7	0,8	0,8	0,9
Rückstellungen gesamt	16,0	14,2	14,9	19,8	19,9	20,0	20,1
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,2	0,2	0,0	1,3	1,3	1,3	1,3
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	28,9	26,1	23,3	27,9	30,6	31,4	32,7
Sonstige Verbindlichkeiten	9,2	9,8	10,1	7,1	7,1	7,1	7,1
Verbindlichkeiten	54,2	50,3	48,3	56,0	58,8	59,7	61,1
Bilanzsumme (Passiva)	112	114	114	127	140	143	147

Quellen: GFT (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Bilanz GFT

in % der Bilanzsumme

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	19,0 %	18,4 %	18,2 %	16,3 %	22,4 %	22,0 %	21,4 %
davon übrige imm. VG	0,8 %	0,4 %	0,3 %	0,3 %	3,3 %	3,3 %	3,2 %
davon Geschäfts- oder Firmenwert	18,2 %	17,9 %	17,9 %	16,0 %	19,0 %	18,7 %	18,2 %
Sachanlagen	2,3 %	2,3 %	1,9 %	2,1 %	2,7 %	2,8 %	2,8 %
Finanzanlagen	0,0 %	0,0 %	0,0 %	10,0 %	4,6 %	4,5 %	4,4 %
Anlagevermögen	21,3 %	20,7 %	20,1 %	28,5 %	29,6 %	29,2 %	28,6 %
Vorräte	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	42,9 %	38,9 %	37,3 %	43,1 %	38,2 %	38,5 %	39,0 %
Sonstige Vermögensgegenstände	10,2 %	9,4 %	9,5 %	6,9 %	6,3 %	6,2 %	6,0 %
Liquide Mittel	25,7 %	31,0 %	33,1 %	21,5 %	25,9 %	26,2 %	26,4 %
Umlaufvermögen	78,7 %	79,3 %	79,9 %	71,5 %	70,3 %	70,8 %	71,4 %
Bilanzsumme (Aktiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	23,5 %	23,2 %	23,1 %	20,7 %	18,8 %	18,4 %	18,0 %
Kapitalrücklage	37,7 %	37,1 %	36,9 %	33,1 %	30,1 %	29,5 %	28,7 %
Gewinnrücklagen	2,1 %	6,0 %	7,5 %	8,1 %	10,9 %	13,1 %	15,3 %
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	-11,7 %	-10,7 %	-9,9 %	-5,9 %	-1,7 %	-2,7 %	-3,6 %
Buchwert	51,6 %	55,7 %	57,6 %	56,0 %	58,0 %	58,3 %	58,4 %
Anteile Dritter	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Eigenkapital	51,6 %	55,7 %	57,6 %	56,0 %	58,0 %	58,3 %	58,4 %
Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,8 %	0,9 %	0,4 %	0,5 %	0,5 %	0,6 %	0,6 %
Rückstellungen gesamt	14,3 %	12,5 %	13,1 %	15,6 %	14,2 %	14,0 %	13,7 %
Zinstragende Verbindlichkeiten	0,1 %	0,1 %	0,0 %	1,0 %	0,9 %	0,9 %	0,9 %
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	25,8 %	23,0 %	20,4 %	21,9 %	21,8 %	22,0 %	22,3 %
Sonstige Verbindlichkeiten	8,2 %	8,7 %	8,9 %	5,5 %	5,0 %	4,9 %	4,8 %
Verbindlichkeiten	48,4 %	44,3 %	42,4 %	44,0 %	42,0 %	41,8 %	41,7 %
Bilanzsumme (Passiva)	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %

Quellen: GFT (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kapitalflussrechnung GFT

in EUR Mio.

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	8,6	6,0	4,7	7,8	8,9	8,8	9,0
Abschreibung Anlagevermögen	1,0	1,1	0,9	0,9	0,7	1,0	1,0
Amortisation Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Amortisation immaterielle Vermögensgegenstände	0,4	0,5	0,3	0,2	0,5	0,5	0,5
Veränderung langfristige Rückstellungen	1,6	0,1	-0,5	3,0	0,1	0,1	0,1
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	0,2	0,4	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow	11,8	8,2	7,7	12,0	10,2	10,3	10,6
Veränderung Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Forderungen aus L+L	-13,8	3,8	1,5	-13,0	1,3	-1,5	-2,2
Veränderung Verb. aus L+L + erh. Anzahlungen	12,2	-2,8	-2,8	7,6	2,7	0,8	1,3
Veränderung sonstige Working Capital Posten	-0,8	0,0	0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-2,4	1,0	-1,1	-4,7	4,0	-0,7	-0,9
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	9,3	9,2	6,6	7,3	14,2	9,6	9,7
CAPEX	-1,8	-1,6	-0,8	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7
Zugänge aus Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	-6,0	-1,5	-1,5
Finanzanlageninvestitionen	0,3	0,0	0,0	-12,9	6,3	0,0	0,0
Erlöse aus Anlageabgängen	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1,5	-1,8	-0,7	-14,6	-1,4	-3,2	-3,2
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	-2,4	0,0	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividende Vorjahr	0,0	0,0	-2,6	-2,6	-3,9	-5,3	-5,3
Erwerb eigener Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	0,0	-0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-2,4	-0,1	-2,6	-2,6	-3,9	-5,3	-5,3
Veränderung liquide Mittel	5,5	7,3	3,2	-10,0	8,9	1,1	1,3
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	25,7	33,0	36,2	26,2	35,1	36,3	37,6

Quellen: GFT (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Kennzahlen GFT

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Operative Effizienz							
Betriebliche Aufwendungen / Umsatz	94,7 %	96,7 %	96,1 %	95,1 %	95,2 %	95,4 %	95,5 %
Umsatz je Mitarbeiter	230.474	235.913	189.518	189.514	200.814	196.738	194.864
EBITDA je Mitarbeiter	12.344	7.863	7.468	9.312	9.659	9.050	8.769
EBIT-Marge	4,8 %	2,7 %	3,4 %	4,4 %	4,4 %	4,1 %	4,0 %
EBITDA / Operating Assets	61,1 %	39,1 %	39,7 %	41,2 %	50,4 %	47,9 %	46,9 %
ROA	36,0 %	25,7 %	20,7 %	21,4 %	21,5 %	21,0 %	21,6 %
Kapitaleffizienz							
Plant Turnover	94,4	92,5	99,0	91,7	74,8	73,0	72,2
Operating Assets Turnover	11,4	11,7	10,1	8,4	10,5	10,4	10,4
Capital Employed Turnover	4,2	3,8	3,3	3,4	3,3	3,4	3,4
Kapitalverzinsung							
ROCE	21,2 %	10,5 %	11,2 %	15,8 %	15,6 %	13,9 %	13,8 %
EBITDA / Avg. Capital Employed	23,7 %	13,1 %	13,1 %	17,5 %	17,1 %	15,6 %	15,5 %
ROE	14,9 %	9,6 %	7,2 %	10,9 %	11,0 %	10,5 %	10,6 %
Jahresüberschuss / Avg. EK	16,0 %	10,0 %	7,4 %	11,3 %	11,7 %	10,6 %	10,7 %
Fortgeführter Jahresüberschuss / Avg. EK	16,0 %	10,0 %	9,6 %	12,0 %	11,7 %	10,6 %	10,7 %
ROIC	11,6 %	7,8 %	7,6 %	8,9 %	8,7 %	8,3 %	8,4 %
Solvanz							
Nettoverschuldung	-28,6	-35,0	-37,7	-26,1	-35,0	-36,2	-37,5
Net Gearing	-49,5 %	-55,5 %	-57,3 %	-36,7 %	-43,1 %	-43,4 %	-43,7 %
Buchwert EK / Buchwert Finanzv.	38486,7 %	42115,3 %	n.a.	5568,0 %	6355,8 %	6511,6 %	6689,9 %
Current ratio	2,3	2,5	2,7	2,5	2,5	2,5	2,6
Acid Test Ratio	1,6	1,8	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
EBITDA / Zinsaufwand	101,0	230,7	356,0	213,6	n.a.	n.a.	n.a.
Netto Zinsdeckung	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Kapitalfluss							
Free Cash Flow	7,6	7,6	5,8	5,6	12,5	7,9	8,0
Free Cash Flow / Umsatz	3,1 %	3,1 %	2,7 %	2,2 %	4,5 %	2,8 %	2,7 %
Adj. Free Cash Flow	12,1	6,9	5,8	10,4	12,0	11,7	11,9
Adj. Free Cash Flow / Umsatz	3,5 %	2,5 %	2,6 %	3,0 %	2,8 %	2,7 %	2,7 %
Free Cash Flow / Jahresüberschuss	88,2 %	125,2 %	122,3 %	71,8 %	140,4 %	90,3 %	88,9 %
Zinserträge / Avg. Cash	3,1 %	2,9 %	1,5 %	2,3 %	2,8 %	2,7 %	2,6 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	9,6 %	23,3 %	32,0 %	4,5 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Ausschüttungsquote	0,0 %	43,5 %	42,5 %	47,9 %	58,9 %	60,1 %	58,2 %
Mittelverwendung							
Investitionsquote	0,6 %	0,7 %	0,3 %	5,9 %	-1,6 %	0,6 %	0,6 %
Maint. Capex / Umsatz	0,4 %	0,5 %	0,6 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %
CAPEX / Abschreibungen	104,6 %	100,3 %	62,6 %	1228,7 %	-391,1 %	113,3 %	113,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	7,6 %	7,6 %	8,6 %	9,3 %	8,9 %	8,1 %	8,1 %
Forderungen LuL / Verbindlichkeiten LuL	165,8 %	169,1 %	182,9 %	196,6 %	174,8 %	175,2 %	174,9 %
Inventory processing period (Tage)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Receivables collection period (Tage)	70,8	66,5	71,7	80,6	70,0	70,0	70,0
Payables payment period (Tage)	42,7	39,3	39,2	41,0	40,0	40,0	40,0
Cash conversion cycle (Tage)	28,1	27,2	32,5	39,6	30,0	30,0	30,0
Bewertung							
Dividendenrendite	n.a.	3,3 %	3,3 %	4,9 %	6,6 %	6,6 %	6,6 %
P/B	1,4	1,3	1,2	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/sales	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA	4,5	7,4	7,0	4,9	3,9	3,9	3,7
EV/EBIT	5,1	9,3	8,2	5,4	4,3	4,4	4,2
EV/FCF	7,9	7,9	10,3	10,8	4,1	6,5	6,2
P/E	9,2	13,3	16,9	10,2	9,0	9,2	9,0
P/CF	6,8	9,8	10,4	6,7	7,9	7,8	7,5
Adj. Free Cash Flow Yield	19,6 %	13,7 %	12,8 %	20,0 %	19,6 %	20,1 %	21,2 %

Quellen: GFT (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

Free Cash Flow Yield - GFT Technologies

Angaben in Mio. EUR	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	
Jahresüberschuss	8,6	6,0	4,7	7,8	8,9	8,8	9,0	
+ Abschreibung + Amortisation	1,4	1,6	1,2	1,2	1,2	1,5	1,5	
- Zinsergebnis (netto)	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	1,0	1,0	
+ Steuern	3,8	0,9	1,7	3,3	4,2	3,9	3,9	
- Erhaltungsinvestitionen	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5	
+ Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
= Adjustierter Free Cash Flow	12,1	6,9	5,8	10,4	12,0	11,7	11,9	
Adjustierter Free Cash Flow Yield	20,2%	11,5%	9,7%	17,4%	23,1%	22,8%	23,7%	
Fairer Free Cash Flow Yield	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
= Enterprise Value	60,0	60,0	60,0	60,0	52,0	51,2	50,2	
= Fairer Enterprise Value	121,3	68,8	58,0	104,2	120,1	117,0	119,2	
- Nettoverschuldung (Cash)	-26,1	-26,1	-26,1	-26,1	-35,0	-36,2	-37,5	
- Pensionsverbindlichkeiten	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	
- Sonstige	5,2	5,2	5,2	5,2	6,0	6,3	6,5	
= Faire Marktkapitalisierung	141,6	89,0	78,3	124,5	148,4	146,0	149,3	
Aktienanzahl (Mio.)	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	26,3	
= Fairer Wert je Aktie (EUR)	5,38	3,38	2,97	4,73	5,64	5,55	5,67	
Premium (-) / Discount (+) in %	76,4%	10,9%	-2,5%	55,1%	84,8%	81,9%	85,9%	
Sensitivität fairer Wert je Aktie (EUR)								
	13,0%	4,32	2,78	2,47	3,82	4,58	4,52	4,63
	12,0%	4,61	2,95	2,61	4,07	4,88	4,81	4,92
Fairer	11,0%	4,96	3,14	2,77	4,37	5,22	5,14	5,26
Free Cash Flow	10,0%	5,38	3,38	2,97	4,73	5,64	5,55	5,67
Yield	9,0%	5,89	3,67	3,22	5,17	6,14	6,04	6,17
	8,0%	6,53	4,03	3,52	5,72	6,78	6,66	6,80
	7,0%	7,35	4,50	3,92	6,43	7,59	7,45	7,61

Quellen: GFT Technologies (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

DCF Modell - GFT Technologies

Angaben in Mio. EUR	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
Umsatz	278,9	286,9	298,3	317,1	337,1	357,3	377,0	395,8	413,6	428,1	441,0	452,0	461,0	470,2
Veränderung	12,3%	2,9%	4,0%	6,3%	6,3%	6,0%	5,5%	5,0%	4,5%	3,5%	3,0%	2,5%	2,0%	2,0%
EBIT	12,2	11,7	11,9	16,2	17,2	17,2	17,0	17,8	18,6	19,3	19,0	19,0	18,9	19,3
EBIT-Marge	4,4%	4,1%	4,0%	5,1%	5,1%	4,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,3%	4,2%	4,1%	4,1%
Steuerquote	32,0%	31,0%	30,0%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%	30,5%
NOPAT	8,3	8,1	8,3	11,2	11,9	11,9	11,8	12,4	12,9	13,4	13,2	13,2	13,1	13,4
Abschreibungen in % vom Umsatz	1,2	1,5	1,5	1,8	2,0	1,8	1,9	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,3	2,4
	0,4%	0,5%	0,5%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Liquiditätsveränderung														
- Working Capital	4,0	-0,7	-0,9	-1,3	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,2	-1,0	-0,9	-0,7	-0,7
- Investitionen	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,9	-1,8	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4
Investitionsquote	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Übriges	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Free Cash Flow (WACC-Modell)	11,9	7,2	7,3	10,0	10,7	10,8	10,1	10,9	11,5	12,2	12,2	12,3	12,4	12,7

Modellparameter

Fremdkapitalquote	0,00%	Beta	1,30
Fremdkapitalzins	n.a.	WACC	10,50%
Marktrendite	9,00%		
Risikofreie Rendite	4,00%	Ewiges Wachstum	2,00%

Wertermittlung (Mio. EUR)

Barwerte bis 2024	79,9		
Terminal Value	39,3		
Verbindlichkeiten	-0,9		
Liquide Mittel	22,0	Aktienzahl (Mio.)	26,33
Eigenkapitalwert	140,4	Wert je Aktie (EUR)	5,33

Sensitivität Wert je Aktie (EUR)

Ewiges Wachstum

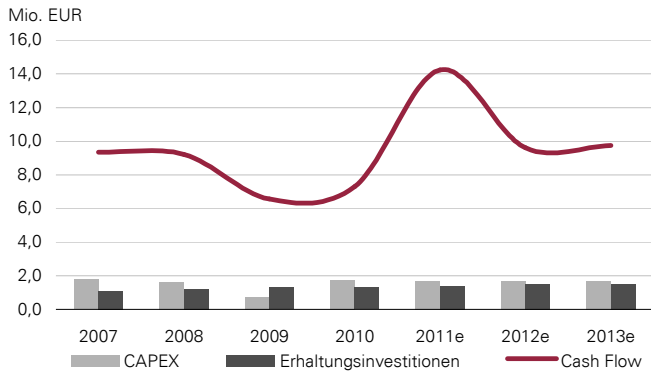
WACC	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%
11,50%	4,79	4,81	4,84	4,87	4,91	4,94	4,98
11,00%	4,99	5,02	5,05	5,09	5,13	5,17	5,21
10,75%	5,10	5,13	5,17	5,21	5,25	5,29	5,34
10,50%	5,21	5,25	5,29	5,33	5,38	5,42	5,48
10,25%	5,33	5,37	5,42	5,46	5,51	5,57	5,62
10,00%	5,46	5,50	5,55	5,60	5,66	5,72	5,78
9,50%	5,74	5,79	5,85	5,91	5,98	6,05	6,12

Delta EBIT-Marge

WACC	-1,5 PP	-1,0 PP	-0,5 PP	0,0	+0,5 PP	+1,0 PP	+1,5 PP
11,50%	3,40	3,89	4,38	4,87	5,37	5,86	6,35
11,00%	3,53	4,05	4,57	5,09	5,61	6,13	6,65
10,75%	3,60	4,14	4,67	5,21	5,74	6,28	6,81
10,50%	3,68	4,23	4,78	5,33	5,88	6,43	6,98
10,25%	3,76	4,33	4,90	5,46	6,03	6,60	7,16
10,00%	3,85	4,43	5,02	5,60	6,19	6,77	7,36
9,50%	4,04	4,66	5,29	5,91	6,54	7,16	7,78

Quelle: Warburg Research

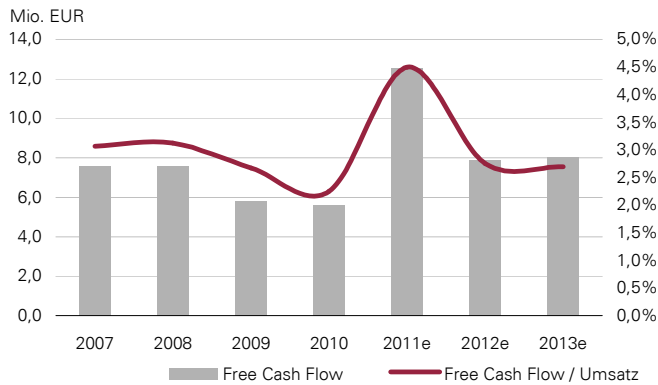
Investitionen und Cash Flow - GFT Technologies



Quellen: GFT Technologies (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Kontinuierlicher Anstieg des CF bis zum Rekordjahr 2007
- 2008 und 2009 von der Finanzkrise belastet
- Niedriger Investitionsbedarf

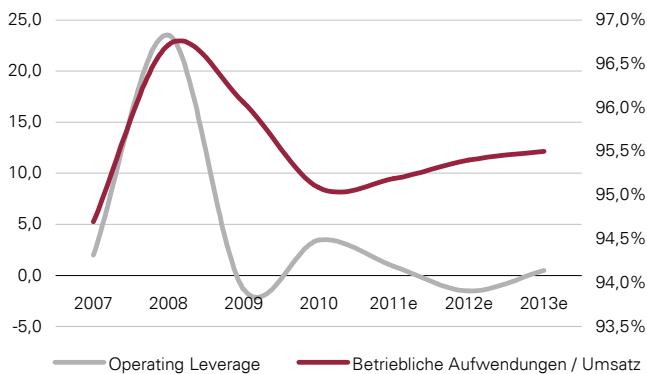
Free Cash Flow Generation - GFT Technologies



Quellen: GFT Technologies (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- FCF bei konstant niedrigen Investitionen vom operativem CF determiniert
- 2007 historisches Rekordjahr
- FCF / Umsatz sollte wegen annähernd konstanter Investitionen steigen

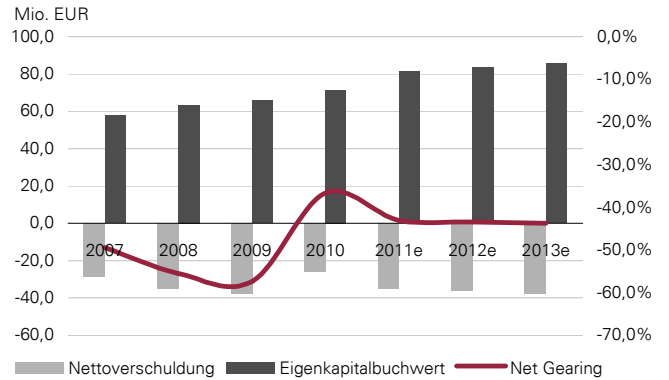
Operating Leverage - GFT Technologies



Quellen: GFT Technologies (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- OL schwankt durch unterschiedliche Margen in den Segmenten
- Turnaround in 2005, starkes Umsatzwachstum durch Resourcing in 2007
- Überproportionaler Ergebnissrückgang durch niedrigere Serviceumsätze in 2008

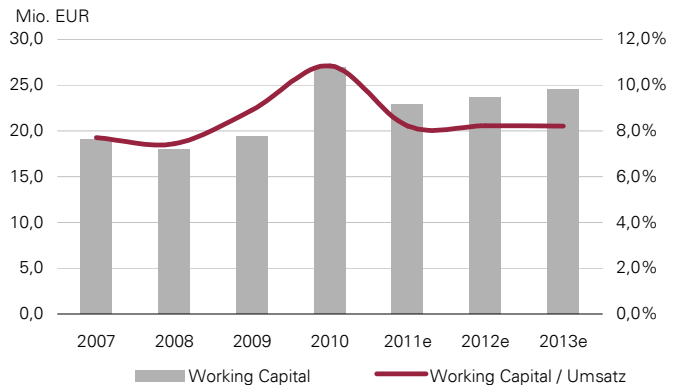
Bilanzqualität - GFT Technologies



Quellen: GFT Technologies (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Traditionell starke Cash Position
- Nutzung der hohen Nettoliquidität für Akquisitionen geplant
- Kontinuierliche Stärkung der EK-Basis seit 2005

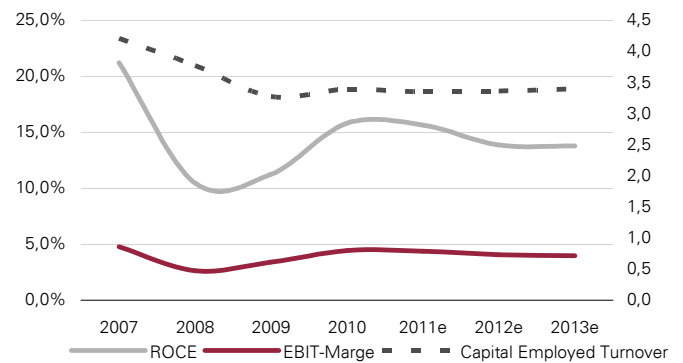
Working Capital - GFT Technologies



Quellen: GFT Technologies (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- Working Capital besteht ausschließlich aus Forderungen und Verbindlichkeiten
- Ab 2009 Entwicklung proportional zum Umsatz erwartet

ROCE Entwicklung - GFT Technologies



Quellen: GFT Technologies (berichtete Daten), Warburg Research (Schätzungen)

- ROCE durch hohe Cash Position negativ verzerrt
- Dennoch Spitzenwert von >15% in 2007
- Rückfall unter 10% nur temporär durch Finanzkrise

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.
- M.M.Warburg & CO KGaA und damit verbundene Unternehmen handeln regelmäßig mit Finanzinstrumenten dieses Unternehmens oder mit Derivaten dieser Instrumente.

Diese Finanzanalyse wurde vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert.

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	126	71%
Halten	46	26%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	177	

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	114	74%
Halten	38	25%
Verkaufen	3	2%
Empf. ausgesetzt	0	0%
Gesamt	155	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie
GFT Technologies AG am 11.08.11**



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
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
Andreas Pläsier	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309537-220 trau@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
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
Katrin Wauker Business Support	+49 40 309537-200 kwauker@warburg-research.com
Claudia Vedder Business Support	+49 40 309537-105 cvedder@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
Andreas Wessel Equity Sales	+49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com