

Datum **25.09.2014**

**Kaufen** (alt: Kaufen)  
**PT: € 55,80** (alt: € 56,75)

**Änderungen**

	2014E		2015E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums.	49,6	0%	56,4	0%
EBIT	6,2	0%	8,7	0%
EPS	2,43	0%	3,19	0%
EPS*	2,43	0%	3,19	0%
DPS	0,53	0%	0,70	0%

\* bereinigt

Homepage: [www.gksoftware.de](http://www.gksoftware.de)  
 Branche: IT/Software

ISIN DE0007571424  
 Bloomberg GKS:GR  
 Reuters GKSG  
 Preis (23.09.14): € 40,50  
 Marktkapitalisierung € 77 Mio.  
 EV € 60 Mio.  
 Ø-Volumen (100 Tage) € 48.419  
 52W Hoch € 52,00  
 52W Tief € 23,50

**Finanzkalender**

27.11.2014 Q3 2014  
 29.04.2015 GB 2014

**Aktionärsstruktur**

GK Software Holding 49,8%  
 SAP AG 5,3%  
 R. Gläß 3,3%  
 S. Kronmüller 2,3%

**Kursentwicklung**



Quelle: getinsight Research GmbH

**Daniel Grossjohann**  
[grossjohann@getinsight.de](mailto:grossjohann@getinsight.de)  
 +49 (0)69 2561 285 23

**Benjamin Ludacka**  
[ludacka@getinsight.de](mailto:ludacka@getinsight.de)  
 +49 (0)69 2561 285 22

**GK SOFTWARE AG**

**Weitere größere Projekte in H2 erwartet**

Im ersten Halbjahr 2014 erzielte GK Software einen 8,4%igen Umsatzanstieg. Die EBIT-Marge war mit -5,4% noch negativ. Das Geschäftsmodell von GK birgt jedoch üblicherweise eine ausgeprägte Saisonfigur mit starkem Lizenzgeschäft in Q4. Der IT-Investitionsbedarf im Retailbereich ist weiterhin hoch. Einige größere Pipeline-Projekte, bei denen sich GK gut positioniert sieht, nähern sich nun einer endgültigen Entscheidung. Wir gehen davon aus, dass GK (nach Loblaw) in H2 noch zwei größere Projekte vermelden wird. Aus Investorensicht relevanter als eine Punktlandung bei der 2014er Ergebnisschätzung ist jedoch, dass sich der Investitionsstau bei Omni-Channel-Projekten auflöst und GK/SAP merklich partizipieren. Wir sehen GK hier gut positioniert, zudem sollte der Zenit bei den Investitionen (Aufbaukosten USA, Produktentwicklung) in 2014 bereits überschritten worden sein. Mit einem EV/Umsatz-Wert von unter 2 ist GK im Vergleich zu seinen Peers günstig.

■ **Investment Highlights**

- Der Umsatzzuwachs in H1 2014 wurde vor allem von Wartungs- (+22,2%) und Dienstleistungsumsätzen (+20,2%) – den beiden Hauptumsatzsäulen - getragen. Die Lizenzumsätze, die Saisoneffekten am stärksten unterworfen sind, waren dagegen um 6,8% rückläufig. Hier erwarten wir – gestützt auf die Projektpipeline, typische Vertriebszyklen und der Notwendigkeit zu strategischen Weichenstellungen im Handel - ein deutlich stärkeres zweites Halbjahr bei GK. Der IT-Investitionsbedarf im Handel bleibt hoch und die von GK besetzten Themen Omni-Channel, Cloud und InMemory-Databasing stehen weiterhin oben auf der Agenda der Handelskonzerne. Abgestimmte Lösungspakete wie von GK und SAP existieren sonst noch nicht im Markt. Gegenüber dem Erwerb diverser Einzellösungen sehen wir SAP/GK daher im Vorteil.
- **Ausblick:** GK SOFTWARE bekräftigt die bisherige Prognose, die eine deutliche Geschäftsausdehnung in 2014 und ein signifikantes Wachstum in 2015 (bei mit 2014 vergleichbaren Margenniveaus) vorsieht. Dem GK/Retail-Geschäft soll eine Rückkehr zu den Margenniveaus der Jahre 2008 bis 2011 (18% bis 23%) gelingen. Das Geschäftsfeld IT-Services, für das 2014 eine erhebliche Umsatzausdehnung erwartet wird, soll EBIT-Margen im hohen einstelligen Prozentbereich liefern. Alle Prognosen stehen weiterhin untern dem Vorbehalt, dass keine externen Faktoren eintreten, die die Investitionsneigung des Einzelhandels merklich bremsen.

■ **Kennzahlen**

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2012	28,4	1,1	0,59	64,7	2,4	55,0	4,3%	3,7%
2013	42,5	0,6	0,34	93,5	1,1	43,7	2,5%	2,0%
2014e	49,6	4,6	2,43	16,7	1,2	8,9	13,5%	12,4%
2015e	56,4	6,0	3,19	12,7	1,1	6,8	15,5%	13,9%
2016e	62,1	7,3	3,87	10,5	1,0	5,6	17,0%	15,0%

Quelle: Unternehmensangaben / getinsight Research GmbH

**Gestiegene  
Beraterauslastung und  
verstärkter Zugriff auf  
Drittleistungen**

Der über 20%ige Umsatzanstieg bei den personalintensiven IT-Dienstleistungen verlief deutlich überproportional zur Personalkostenentwicklung (+8,8%) und der Entwicklung der Mitarbeiterzahl (-1%). Neben der höheren Auslastung der eigenen Mitarbeiter wurde das zusätzliche Umsatzvolumen über den verstärkten Zugriff auf Drittleistungen bewältigt. Die strategische Entscheidung über den verstärkten Einsatz geschulter und zertifizierter Partner zu skalieren, wird somit bereits in der Halbjahres-GuV ersichtlich. Dies mag kurzfristig Marge kosten, hebt aber natürliche Kapazitätsschranken ein Stück weit auf und schafft bessere Skalierungsmöglichkeiten für das Lizenzgeschäft. Wir sehen GK für ein stärker anziehendes Geschäft somit hervorragend gerüstet.

**Erwartungen an H2 2014**

Unsere Schätzungen implizieren in der zweiten Jahreshälfte Umsätze von rd. € 29 Mio. bei einem Halbjahres-EBIT von rd. € 8 Mio. Wir halten dies für erreichbar, wenn es GK gelingt nach Loblaw (hier wurde der Auftrag Anfang Juli 2014 vermeldet) noch zwei weitere große Projekte in H2 2014 zu vermelden. Wichtiger als ein exaktes Erreichen der erwarteten Ergebnisse ist aber, dass weiterhin eine Dynamik im Bereich Omni-Channel-Projekte erkennbar bleibt und sich GK/SAP in dem jungen Thema (bezogen auf die tatsächliche Implementierung) einen signifikanten Marktanteil sichert – basierend auf Produkt und der Marktstellung von SAP im ERP-Bereich.

## Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>31,753</b>	<b>28,426</b>	<b>42,458</b>	<b>49,556</b>	<b>56,417</b>	<b>62,058</b>
Bestandsveränderungen	0,000	-0,127	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktiviere Eigenleistungen	1,489	0,748	0,376	0,438	0,499	0,549
Sonstige betriebliche Erträge	0,729	1,658	2,451	2,711	3,086	3,395
<b>Gesamtleistung</b>	<b>33,971</b>	<b>30,704</b>	<b>45,285</b>	<b>52,705</b>	<b>60,002</b>	<b>66,002</b>
Materialaufwand	-0,611	-0,673	-4,082	-4,497	-5,120	-5,632
<b>Rohergebnis</b>	<b>33,360</b>	<b>30,031</b>	<b>41,202</b>	<b>48,208</b>	<b>54,882</b>	<b>60,370</b>
Personalaufwand	-18,601	-19,441	-25,605	-26,654	-29,291	-31,364
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-6,158	-7,290	-12,258	-12,370	-14,007	-15,333
<b>EBITDA</b>	<b>8,601</b>	<b>3,301</b>	<b>3,340</b>	<b>9,185</b>	<b>11,584</b>	<b>13,674</b>
Abschreibungen/Amortisation	-1,947	-2,068	-2,295	-2,495	-2,840	-3,124
<b>EBIT</b>	<b>6,654</b>	<b>1,233</b>	<b>1,045</b>	<b>6,690</b>	<b>8,744</b>	<b>10,550</b>
Finanzergebnis	-0,085	0,043	-0,113	-0,021	0,031	0,076
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>6,569</b>	<b>1,277</b>	<b>0,932</b>	<b>6,670</b>	<b>8,775</b>	<b>10,625</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-2,005	-0,226	-0,331	-2,082	-2,739	-3,317
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>4,564</b>	<b>1,051</b>	<b>0,601</b>	<b>4,588</b>	<b>6,036</b>	<b>7,309</b>
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	4,564	1,051	0,601	4,588	6,036	7,309
Gewichtete Anzahl Aktien	1,790	1,790	1,791	1,890	1,890	1,890
<b>EPS</b>	<b>2,55</b>	<b>0,59</b>	<b>0,34</b>	<b>2,43</b>	<b>3,19</b>	<b>3,87</b>
EPS bereinigt	2,55	0,59	0,34	2,43	3,19	3,87
DPS	0,50	0,00	0,25	0,57	0,73	0,84

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

in % des Umsatzes	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Gesamtleistung	107,0	108,0	106,7	106,4	106,4	106,4
Materialaufwand	-1,9	-2,4	-9,6	-9,1	-9,1	-9,1
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>105,1</b>	<b>105,6</b>	<b>97,0</b>	<b>97,3</b>	<b>97,3</b>	<b>97,3</b>
Personalaufwand	-58,6	-68,4	-60,3	-53,8	-51,9	-50,5
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-19,4	-25,6	-28,9	-25,0	-24,8	-24,7
<b>EBITDA</b>	<b>27,1</b>	<b>11,6</b>	<b>7,9</b>	<b>18,5</b>	<b>20,5</b>	<b>22,0</b>
Abschreibungen/Amortisation	-6,1	-7,3	-5,4	-5,0	-5,0	-5,0
<b>EBIT</b>	<b>21,0</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>13,5</b>	<b>15,5</b>	<b>17,0</b>
Finanzergebnis	-0,3	0,2	-0,3	-0,0	0,1	0,1
A.o. Ergebnis vor Steuern	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>20,7</b>	<b>4,5</b>	<b>2,2</b>	<b>13,5</b>	<b>15,6</b>	<b>17,1</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-6,3	-0,8	-0,8	-4,2	-4,9	-5,3
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoergebnis</b>	<b>14,4</b>	<b>3,7</b>	<b>1,4</b>	<b>9,3</b>	<b>10,7</b>	<b>11,8</b>
Bereinigungen	-	-	-	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	14,4	3,7	1,4	9,3	10,7	11,8

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

## Bilanz

in € Mio.	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>13,664</b>	<b>15,810</b>	<b>14,718</b>	<b>13,682</b>	<b>12,504</b>	<b>11,507</b>
Imm. Vermögensgegenstände	9,540	10,924	9,922	8,629	7,336	6,043
Sachanlagen	4,124	4,884	4,794	5,052	5,166	5,462
Finanzanlagen	0,000	0,002	0,002	0,002	0,002	0,002
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>29,084</b>	<b>26,580</b>	<b>32,351</b>	<b>41,408</b>	<b>47,820</b>	<b>54,974</b>
Vorräte	0,000	1,019	1,043	1,217	1,386	1,524
Forderungen aus LuL	11,945	11,629	13,754	16,053	18,276	20,104
Sonstige Forderungen	3,279	3,550	3,812	3,812	3,812	3,812
Kasse und Wertpapiere	13,859	10,382	13,742	20,325	24,346	29,534
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,727</b>	<b>1,978</b>	<b>0,753</b>	<b>0,753</b>	<b>0,753</b>	<b>0,753</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>43,475</b>	<b>44,367</b>	<b>47,821</b>	<b>55,843</b>	<b>61,076</b>	<b>67,233</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>28,231</b>	<b>28,332</b>	<b>33,156</b>	<b>40,896</b>	<b>45,854</b>	<b>51,774</b>
Rücklagen	28,231	28,332	33,156	40,896	45,854	51,774
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Rückstellungen</b>	<b>1,109</b>	<b>4,271</b>	<b>2,540</b>	<b>2,584</b>	<b>2,630</b>	<b>2,678</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>11,462</b>	<b>10,114</b>	<b>10,196</b>	<b>10,434</b>	<b>10,663</b>	<b>10,852</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,243	3,475	2,290	2,290	2,290	2,290
Verbindlichkeiten aus LuL	0,329	0,843	1,421	1,659	1,889	2,077
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	5,891	5,795	6,485	6,485	6,485	6,485
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>2,672</b>	<b>1,651</b>	<b>1,928</b>	<b>1,928</b>	<b>1,928</b>	<b>1,928</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>43,475</b>	<b>44,367</b>	<b>47,821</b>	<b>55,843</b>	<b>61,076</b>	<b>67,233</b>

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

in % der Bilanzsumme	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>31,4</b>	<b>35,6</b>	<b>30,8</b>	<b>24,5</b>	<b>20,5</b>	<b>17,1</b>
Imm. Vermögensgegenstände	21,9	24,6	20,7	15,5	12,0	9,0
Sachanlagen	9,5	11,0	10,0	9,0	8,5	8,1
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>66,9</b>	<b>59,9</b>	<b>67,6</b>	<b>74,2</b>	<b>78,3</b>	<b>81,8</b>
Vorräte	-	2,3	2,2	2,2	2,3	2,3
Forderungen aus LuL	27,5	26,2	28,8	28,7	29,9	29,9
Sonstige Forderungen	7,5	8,0	8,0	6,8	6,2	5,7
Kasse und Wertpapiere	31,9	23,4	28,7	36,4	39,9	43,9
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>1,7</b>	<b>4,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>64,9</b>	<b>63,9</b>	<b>69,3</b>	<b>73,2</b>	<b>75,1</b>	<b>77,0</b>
Rücklagen	64,9	63,9	69,3	73,2	75,1	77,0
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Rückstellungen</b>	<b>2,6</b>	<b>9,6</b>	<b>5,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,0</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>26,4</b>	<b>22,8</b>	<b>21,3</b>	<b>18,7</b>	<b>17,5</b>	<b>16,1</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	12,1	7,8	4,8	4,1	3,7	3,4
Verbindlichkeiten aus LuL	0,8	1,9	3,0	3,0	3,1	3,1
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	13,6	13,1	13,6	11,6	10,6	9,6
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>6,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

## ■ Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	4,7	3,2	1,8	4,9	6,8	8,7
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,7	-4,0	-1,0	-1,5	-1,7	-2,1
<i>davon Capex</i>	-2,4	-2,1	-1,2	-1,5	-1,7	-2,1
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	-1,6	-2,7	2,5	3,2	-1,1	-1,4
Veränderung der Zahlungsmittel	0,4	-3,5	3,4	6,6	4,0	5,2
Flüssige Mittel am Ende der Periode	13,9	10,4	13,7	20,3	24,3	29,5

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

## Kennzahlen

	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	76,52	68,02	56,20	76,55	76,55	76,55
Enterprise Value (in Euro Mio.)	68,10	67,82	45,66	59,47	59,47	59,47
EV/Umsatz	2,14	2,39	1,08	1,20	1,05	0,96
EV/EBITDA	7,92	20,55	13,67	6,47	5,13	4,35
EV/EBIT	10,23	54,99	43,68	8,89	6,80	5,64
KGV (berichtet)	16,77	64,73	93,50	16,69	12,68	10,47
KGV (bereinigt)	16,77	64,73	93,50	16,69	12,68	10,47
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	11,42	14,40	48,20	10,74	8,58	7,30
Kurs/Buchwert	2,71	2,40	1,70	1,87	1,67	1,48
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	27,1%	11,6%	7,9%	18,5%	20,5%	22,0%
EBIT-Marge	21,0%	4,3%	2,5%	13,5%	15,5%	17,0%
Vorsteueremarge	20,7%	4,5%	2,2%	13,5%	15,6%	17,1%
Nettomarge	14,4%	3,7%	1,4%	9,3%	10,7%	11,8%
Free-Cash-Flow-Marge	13,4%	9,4%	n.m.	11,4%	12,9%	13,5%
ROE	17,4%	3,7%	2,0%	12,4%	13,9%	15,0%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	78,4	59,6	74,5	79,0	83,3	87,3
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,3	2,2	1,1	7,3	8,9	10,3
Anzahl Mitarbeiter	405	477	570	627	677	711
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	64,9%	63,9%	69,3%	73,2%	75,1%	77,0%
Gearing	-29,8%	-0,7%	-31,8%	-41,8%	-45,9%	-50,6%
Dividendenrendite	1,2%	0,0%	0,8%	1,4%	1,8%	2,1%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	3,74	2,64	0,65	3,77	4,72	5,54
Free-Cash-Flow pro Aktie	2,37	1,49	-0,02	3,00	3,84	4,42
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	6,1%	7,3%	5,4%	5,0%	5,0%	5,0%
Capex/Umsatz	7,7%	7,2%	2,8%	2,9%	2,9%	3,4%
Working Capital/Umsatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	30,5%	17,7%	35,5%	31,2%	31,2%	31,2%

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: getinsight Research GmbH**

**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst, und Benjamin Ludacka, Analyst.**

Die getinsight Research GmbH unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Hinweis gem. § 4Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	08.09.2011	Kaufen	€ 52,70
GK SOFTWARE AG	14.11.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	14.12.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	06.03.2012	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	07.05.2012	Kaufen	€ 58,50
GK SOFTWARE AG	27.06.2012	Kaufen	€ 58,50
GK SOFTWARE AG	07.01.2013	Kaufen	€ 56,50
GK SOFTWARE AG	15.04.2013	Kaufen	€ 46,75
GK SOFTWARE AG	13.05.2013	Kaufen	€ 46,75
GK SOFTWARE AG	26.06.2013	Kaufen	€ 46,75
GK SOFTWARE AG	24.09.2013	Kaufen	€ 42,20
GK SOFTWARE AG	04.12.2013	Kaufen	€ 42,20
GK SOFTWARE AG	25.04.2014	Kaufen	€ 52,68
GK SOFTWARE AG	21.05.2014	Kaufen	€ 53,25
GK SOFTWARE AG	20.08.2014	Kaufen	€ 56,75

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z.B. Reuters, VWD, Bloomberg, DPA-AFX u.a.), Wirtschaftspresse (z.B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten.

Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit dem Management geführt. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht, jedoch anschließend keine inhaltlichen Änderungen vorgenommen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und -methoden:

Die getinsight Research GmbH verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten.

KAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung der Aktie beträgt mindestens +15%.

NEUTRAL: Die erwartete Kursentwicklung liegt zwischen -15% und +15%.

VERKAUFEN: Die erwartete Kursentwicklung beträgt mehr als -15%.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value-Ansätze oder Substanz-Bewertungsansätze. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Ergebnisse der Bewertung und Kursziele entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**3. Datum der Erstveröffentlichung der Finanzanalyse:  
(25.09.2014)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von  
Finanzinstrumenten:  
(Schlusskurse vom 23.09.2014)**

5. Aktualisierungen:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. getinsight Research GmbH behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

**III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte** durch Verwendung der folgenden Zahlenhinweise:

1. Der Verfasser hält eine Beteiligung in Höhe von mehr als 5% des Grundkapitals,
2. Der Verfasser war in den letzten zwölf Monaten an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten öffentlich herausgab,
3. Der Verfasser erstellt Kauf- / Verkaufsgeschäfte über die analysierten Inhalte,
4. Es bestehen personelle Verflechtungen zwischen dem Verfasser und dem Emittenten,
5. Der Verfasser gehört zu einem Kontrollorgan des Emittenten oder übt in anderer Weise eine entsprechende Kontrollfunktion aus,
6. Der Verfasser hat die Analyse auf Basis einer Vereinbarung (Auftrag) erstellt,
7. Der Verfasser erhält Zahlungen von dem Emittenten,
8. Der Verfasser hat in den letzten zwölf Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking geschlossen, eine Leistung oder ein entsprechendes Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten

**Bei der vorliegenden Finanzanalyse trifft Interessenskonflikt 6. zu.**

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

Dieses Dokument wurde von der getinsight Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.

Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Weder das Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika, Kanada, Japan oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der getinsight Research GmbH zulässig.

Dieses Dokument stellt weder eine Empfehlung noch ein Angebot oder eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung.

Dieses von getinsight Research GmbH erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von getinsight Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann getinsight Research GmbH keine Garantie, Zusage oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens getinsight Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von getinsight Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwas irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von getinsight Research GmbH berichtigt werden, ohne dass getinsight Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.