

Datum **24.09.2013**

Kaufen (alt: Kaufen)
PT: € 42,20 (alt: € 46,75)

Änderungen

	2013E		2014E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	43,3	-8,0%	50,6	-6,5%
EBIT	4,3	-36,6%	8,0	-6,5%
EPS	1,81	-36,5%	3,38	-6,4%
EPS*	1,81	-36,5%	3,38	-6,4%
DPS	0,44	-38,0%	0,66	-7,0%

* bereinigt

Homepage: www.gksoftware.de

Branche: IT/Software

ISIN DE0007571424
 Bloomberg GKS:GR
 Reuters GKSG
 Preis (20.09.13): € 24,50
 Marktkapitalisierung € 44 Mio.
 EV € 41 Mio.
 Ø-Volumen (100 Tage) € 32.916
 52W Hoch € 40,50
 52W Tief € 24,00

Finanzkalender

27.11.2013 9-Monats-Bericht
 29.04.2014 GB 2013

Aktionärsstruktur

GK Software Holding 52,3%
 Scherzer & Co. AG 5,2%
 R. Gläß 3,5%
 S. Kronmüller 2,2%

Kursentwicklung



Quelle: getinsight Research GmbH

Daniel Grossjohann
grossjohann@getinsight.de

Benjamin Ludacka
ludacka@getinsight.de

GK SOFTWARE AG

SAP-Fantasie vom Markt nicht eingepreist – Einstieg?!

Q2 lag umsatzseitig leicht über dem schwachen Q1, und damit im Rahmen unserer Erwartungen. Der Umstand, dass Q3 bereits zu 2/3teln abgeschlossen ist, es aber seitens GK keine Meldungen von größeren Projekten gegeben hat, lässt uns jedoch für 2013 vorsichtiger werden. Angesichts der weiter sehr gut gefüllten Pipeline und dem US-Start der SAP-Kooperation (Mai 2013), gehen wir aber weiterhin von einem kräftigen Umsatzschub in H2 2013 aus. Dieser hängt jedoch von der Erteilung mindestens eines größeren Projektes noch in 2013 ab. Der voraussichtlich hohe Softwareanteil dieses Projektes würde die 2013er EBIT-Marge (H1 2013: -5,6%) deutlich ins Plus drehen lassen. Mit einem EV/Umsatz von knapp 1 ist GK günstig, gerade vor dem Hintergrund, dass wesentliche Capex-Investitionen bereits in den vergangenen Jahren getätigt wurden.

Investment Highlights

- Der Umsatzzuwachs im ersten Halbjahr auf € 18,4 Mio. (+13,3%) war im Wesentlichen auf die AWEK-Übernahme zurückzuführen, die rund € 5 Mio. zum Halbjahresumsatz beigesteuert hat. Hauptproblem von GK Software ist, dass der Umsatzzuwachs gegenwärtig auf Grund des zögerlichen Verhaltens des Handels noch nicht mit dem getätigten Kapazitätsaufbau mithält. Das Lizenzgeschäft lag mit € 1,27 Mio. in H1 zwar noch 58,7% unter dem H1 2012 Wert - aber 67% über dem in H2 2012 erzielten Wert. Trotz dieser Erholung befindet sich der Handel angesichts anstehender strategischer Weichenstellungen (Omni-Channel) weiterhin in einer Phase des Abwartens. Die Gewinnung einzelner Großprojekte hätte in der jetzigen Phase nicht nur entscheidenden Einfluss auf das 2013er Ergebnis, sondern möglicherweise auch eine dammbrechende Signalwirkung auf im Entscheidungsprozess befindliche IT-Projekte anderer Handelskonzerne. Somit wäre die erste Unterzeichnung eines solchen Großprojektes der in unseren Augen derzeit entscheidende Kurstreiber für die GK Software-Aktie.
- Analog zu den Lizenzumsätzen zeigten sich in H1 auch die GK/Retail-bezogenen Dienstleistungsumsätze von der Zurückhaltung belastet (-17,1%). Abgesehen vom neuen Segment „IT-Services“ (Umsatz: € 5 Mio.) ist GK organisch bei den GK/Retail-Wartungen gewachsen (+13,2%), dies ist ein Ausdruck der vergrößerten Installationsbasis.
- Auf ein Auflösen des Investitionsstaus wäre GK gut vorbereitet: Die Gesellschaft verfügt über eine gute Positionierung in laufenden Ausschreibungen, arbeitet erfolgreich an Zukunftsthemen (wie SAP HANA und „mobile Payment“) und ist zum SAP-Vertriebsstart in den USA (5/13), dem potenziell größten Markt, durch neue Kooperationen mit HP und RedIron implementierungsseitig hervorragend aufgestellt.

Kennzahlen

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2011	31,8	4,6	2,55	16,8	2,14	10,23	21,0%	17,4%
2012	28,4	0,7	0,38	100,8	2,39	86,58	2,8%	2,4%
2013e	43,3	3,2	1,81	13,5	0,94	9,38	10,0%	10,9%
2014e	50,6	6,0	3,38	7,3	0,80	5,02	16,0%	17,9%
2015e	55,6	7,5	4,22	5,8	0,73	4,06	18,0%	19,0%

Quelle: Unternehmensangaben / getinsight Research GmbH

Ausblick des Unternehmens

Der Vorstand hält eine Ausdehnung des Kerngeschäftes in 2013, die mit einer Verbesserung der Ertragslage einher gehen würde, weiter für möglich. Verweist aber auch darauf, dass dies trotz guter Pipeline nicht garantiert werden könne. Auf Basis der aktuellen Informationen geht der Vorstand für 2014 von einem weiteren Umsatzwachstum und einer Rückkehr zu den Margenniveaus der Vorjahre aus.

Implementierungs-partner-Strategie wird zu vorteilhafterem Umsatzmix führen,..

Wir denken, dass GK nach Gewinnung von HP und dem SAP-Retail-Spezialisten RedIron als Implementierungspartner einen strategischen Wandel vollziehen wird, und zwar in dem Moment, in dem sich der Projektstau auflöst. Im Sinne einer angestrebten Skalierung werden GK-Projekte dann künftig zunehmend von Partnern betreut werden. Das reduziert zwar den eigenfakturierten Service-Umsatz, erhöht aber den Anteil margenstarker Softwareumsätze am Gesamtumsatz.

...d.h., weniger Umsatzwachstum, mehr Ergebniszuwachs

Wir haben unsere Umsatzerwartung für 2013 um knapp 10% reduziert. Gründe hierfür sind in erster Linie Verzögerungen bei der Vermeldung größerer Projekte. Wir gehen weiterhin davon aus, dass dieses Jahr noch Großprojekte kommen werden. GK wird dann eine rund 10%ige EBIT-Marge ausweisen können. Das Absinken des Kassenbestandes zum Jahresende basiert lediglich auf dem erwarteten Großprojekt: durch die späte Erteilung gehen wir von einem hohen Forderungsbestand zu Jahresende aus. Dieser Effekt normalisiert sich in den kommenden Jahren wieder, größere Capex-Aufwendungen sind nicht in Sicht.

2014 im Zeichen des US-Geschäftes?

In 2014 sollte sich der Projektfluss normalisieren und GK dürfte dann auch aus dem größten Einzelhandelsmarkt der Welt, den USA, Neuprojekte vermelden können (Vertriebsstart des Kooperationspartners SAP in den USA war Mai 2013). Diese Projekte werden – bedingt durch die Implementierungspartner-Strategie - aber vermutlich geringere Umsätze bringen als bisher von uns erwartet. GK wird dann, trotz der aufgebauten Kapazitäten, auf Grund des wachsenden Anteils der Softwareumsätze in 2014 und 2015 wieder EBIT-Margen zeigen können, die zu den 2008 bis 2011 gezeigten Margenniveaus aufschließen.

Anleger vor dem ersten internationalen Großprojekt noch skeptisch – Projekterteilung würde Sicherheitsabschlag schmelzen lassen

Die aktuelle Bewertung mit einem 2014er KGV von unter 8 zeigt den Sicherheitsabschlag, den Investoren bei GK gegenwärtig auf Grund der kundenseitigen Projektverzögerungen vornehmen. Die SAP-Fantasie scheint zumindest von den Investoren nicht mehr eingepreist zu werden, was das Kursrisiko limitiert. Ein sich auflösen des kundenseitigen Investitionsstaus ist in unseren Augen jedoch nur eine Frage der Zeit. GK hat, vor allem kurz- und mittelfristig, keine Alternative zum Bereithalten der entsprechenden Kapazitäten und muss in einer Zeit bevorstehender technologischer Umwälzungen in der IT des Handels (Self-Check-out, Mobile-Payment, SAP HANA Speichertechnik etc.) und des zunehmenden eCommerce-seitigen Wettbewerbs, auch weiter in die Entwicklung investieren, um technologisch führend zu bleiben. Die Phase der Ernte (für Unternehmen und Aktionäre) setzt ein, wenn erste führende Händler ihre strategischen Weichenstellungen für die kommenden Jahre gestellt haben, der Projektstau sich auflöst und absehbar wird, dass sich GK über die SAP-Kooperation ein großes Stück dieses Kuchens sichern konnte.

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	27,690	31,753	28,426	43,328	50,556	55,612
Bestandsveränderungen	0,000	0,000	-0,127	-0,194	-0,226	-0,249
Aktiviertete Eigenleistungen	0,649	1,489	0,748	0,446	0,520	0,572
Sonstige betriebliche Erträge	1,368	0,729	1,658	3,553	4,146	4,561
Gesamtleistung	29,706	33,971	30,704	47,133	54,996	60,495
Materialaufwand	-1,540	-0,611	-0,673	-2,057	-2,266	-2,493
Rohergebnis	28,166	33,360	30,031	45,076	52,729	58,002
Personalaufwand	-14,840	-18,601	-19,773	-27,777	-29,586	-31,507
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-5,344	-6,158	-7,401	-10,544	-12,228	-13,376
EBITDA	7,982	8,601	2,858	6,755	10,915	13,119
Abschreibungen/Amortisation	-1,548	-1,947	-2,073	-2,422	-2,826	-3,109
EBIT	6,435	6,654	0,785	4,332	8,089	10,010
Finanzergebnis	-0,128	-0,085	0,035	0,023	0,042	0,135
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT	6,307	6,569	0,819	4,355	8,131	10,144
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,836	-2,005	-0,144	-1,116	-2,083	-2,599
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	4,471	4,564	0,675	3,239	6,048	7,545
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	4,471	4,564	0,675	3,239	6,048	7,545
Gewichtete Anzahl Aktien	1,790	1,790	1,790	1,790	1,790	1,790
EPS	2,50	2,55	0,38	1,81	3,38	4,22
EPS bereinigt	2,50	2,55	0,38	1,81	3,38	4,22
DPS	0,50	0,50	0,10	0,44	0,66	0,82

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

in % des Umsatzes	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	107,3	107,0	108,0	108,8	108,8	108,8
Materialaufwand	-5,6	-1,9	-2,4	-4,7	-4,5	-4,5
Bruttoergebnis	101,7	105,1	105,6	104,0	104,3	104,3
Personalaufwand	-53,6	-58,6	-69,6	-64,1	-58,5	-56,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-19,3	-19,4	-26,0	-24,3	-24,2	-24,1
EBITDA	28,8	27,1	10,1	15,6	21,6	23,6
Abschreibungen/Amortisation	-5,6	-6,1	-7,3	-5,6	-5,6	-5,6
EBIT	23,2	21,0	2,8	10,0	16,0	18,0
Finanzergebnis	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
A.o. Ergebnis vor Steuern	-	-	-	-	-	-
EBT	22,8	20,7	2,9	10,1	16,1	18,2
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-6,6	-6,3	-0,5	-2,6	-4,1	-4,7
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	16,1	14,4	2,4	7,5	12,0	13,6
Bereinigungen	-	-	-	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	16,1	14,4	2,4	7,5	12,0	13,6

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

Bilanz

in € Mio.	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anlagevermögen	13,166	13,664	15,770	14,497	13,011	11,377
Imm. Vermögensgegenstände	9,116	9,540	10,884	9,591	8,298	7,005
Sachanlagen	4,050	4,124	4,884	4,904	4,712	4,371
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,002	0,002	0,002	0,002
Umlaufvermögen	31,110	29,084	26,462	31,319	38,358	46,597
Vorräte	0,000	0,000	1,019	1,553	1,812	1,993
Forderungen aus LuL	14,110	11,945	11,629	17,725	20,682	22,750
Sonstige Forderungen	3,558	3,279	3,550	3,550	3,550	3,550
Kasse und Wertpapiere	13,442	13,859	10,265	8,492	12,315	18,304
Sonstiges Aktiva	0,529	0,727	1,826	1,826	1,826	1,826
Summe Aktiva	44,805	43,475	44,058	47,642	53,196	59,800
Eigenkapital	24,332	28,231	28,187	31,247	36,501	42,865
Rücklagen	24,332	28,231	28,187	31,247	36,501	42,865
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,921	1,109	4,271	4,353	4,439	4,529
Verbindlichkeiten	17,060	11,462	10,114	10,556	10,770	10,920
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,983	5,243	3,475	3,475	3,475	3,475
Verbindlichkeiten aus LuL	0,476	0,329	0,843	1,285	1,499	1,649
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	10,601	5,891	5,795	5,795	5,795	5,795
Sonstige Passiva	2,491	2,672	1,487	1,487	1,487	1,487
Summe Passiva	44,805	43,475	44,058	47,642	53,196	59,800

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

in % der Bilanzsumme	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anlagevermögen	29,4	31,4	35,8	30,4	24,5	19,0
Imm. Vermögensgegenstände	20,3	21,9	24,7	20,1	15,6	11,7
Sachanlagen	9,0	9,5	11,1	10,3	8,9	7,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	69,4	66,9	60,1	65,7	72,1	77,9
Vorräte	-	-	2,3	3,3	3,4	3,3
Forderungen aus LuL	31,5	27,5	26,4	37,2	38,9	38,0
Sonstige Forderungen	7,9	7,5	8,1	7,5	6,7	5,9
Kasse und Wertpapiere	30,0	31,9	23,3	17,8	23,2	30,6
Sonstiges Aktiva	1,2	1,7	4,1	3,8	3,4	3,1
Summe Aktiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenkapital	54,3	64,9	64,0	65,6	68,6	71,7
Rücklagen	54,3	64,9	64,0	65,6	68,6	71,7
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Rückstellungen	2,1	2,6	9,7	9,1	8,3	7,6
Verbindlichkeiten	38,1	26,4	23,0	22,2	20,2	18,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	13,4	12,1	7,9	7,3	6,5	5,8
Verbindlichkeiten aus LuL	1,1	0,8	1,9	2,7	2,8	2,8
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	23,7	13,6	13,2	12,2	10,9	9,7
Sonstige Passiva	5,6	6,1	3,4	3,1	2,8	2,5
Summe Passiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

■ Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,7	4,7	3,1	-0,4	6,0	8,6
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,7	-2,7	-4,0	-1,1	-1,3	-1,5
<i>davon Capex</i>	-3,0	-2,4	-2,1	-1,1	-1,3	-1,5
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	3,8	-1,6	-2,7	-0,2	-0,8	-1,2
Veränderung der Zahlungsmittel	2,8	0,4	-3,6	-1,8	3,8	6,0
Flüssige Mittel am Ende der Periode	13,4	13,9	10,3	8,5	12,3	18,3

Quelle: GK SOFTWARE AG / getinsight Research GmbH

Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Bewertungskennzahlen						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	89,50	76,52	68,02	43,86	43,86	43,86
Enterprise Value (in Euro Mio.)	82,38	68,10	67,94	40,63	40,63	40,63
EV/Umsatz	2,98	2,14	2,39	0,94	0,80	0,73
EV/EBITDA	10,32	7,92	23,77	6,01	3,72	3,10
EV/EBIT	12,80	10,23	86,58	9,38	5,02	4,06
KGV (berichtet)	20,02	16,77	100,79	13,54	7,25	5,81
KGV (bereinigt)	20,02	16,77	100,79	13,54	7,25	5,81
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	15,13	11,42	15,63	7,64	4,89	4,08
Kurs/Buchwert	3,68	2,71	2,41	1,40	1,20	1,02
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	28,8%	27,1%	10,1%	15,6%	21,6%	23,6%
EBIT-Marge	23,2%	21,0%	2,8%	10,0%	16,0%	18,0%
Vorsteueremarge	22,8%	20,7%	2,9%	10,1%	16,1%	18,2%
Nettomarge	16,1%	14,4%	2,4%	7,5%	12,0%	13,6%
Free-Cash-Flow-Marge	10,6%	13,4%	8,1%	10,6%	15,1%	16,7%
ROE	22,6%	17,4%	2,4%	10,9%	17,9%	19,0%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	75,7	78,4	51,6	77,2	85,8	89,9
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	12,2	11,3	1,2	5,8	10,3	12,2
Anzahl Mitarbeiter	366	405	551	561	589	619
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	54,3%	64,9%	64,0%	65,6%	68,6%	71,7%
Gearing	-29,3%	-29,8%	-0,3%	-10,3%	-19,1%	-30,0%
Dividendenrendite	1,0%	1,2%	0,3%	1,8%	2,7%	3,4%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	3,30	3,74	2,43	3,21	5,01	6,00
Free-Cash-Flow pro Aktie	1,64	2,37	1,28	2,57	4,26	5,18
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	5,6%	6,1%	7,3%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	10,8%	7,7%	7,2%	2,7%	2,7%	2,7%
Working Capital/Umsatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	29,1%	30,5%	17,6%	25,6%	25,6%	25,6%

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. § 4 Abs. 4 Punkt 4 FinAnV:

Unternehmen	Datum	Empfehlung	Kursziel
GK SOFTWARE AG	21.06.2010	Halten	€ 50,85
GK SOFTWARE AG	08.09.2010	Halten	€ 56,95
GK SOFTWARE AG	02.12.2010	Halten	€ 56,00
GK SOFTWARE AG	19.01.2011	Halten	€ 55,70
GK SOFTWARE AG	16.05.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	20.06.2011	Kaufen	€ 56,45
GK SOFTWARE AG	16.08.2011	Kaufen	€ 50,90
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	26.06.2013	Kaufen	€ 46,75

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 ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:
(24.09.2013)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
Finanzinstrumenten:
(Kurs vom 20.09.2013)**

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:

Es besteht zwischen der getinsight Research GmbH und der ICF Kursmakler AG eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit wurde die Erstveröffentlichung vergütet.

Der Geschäftserfolg von getinsight Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten, Wertpapierhandelsbanken und institutionellen Investoren im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen.

Die getinsight Research GmbH (und verbundene Unternehmen), die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen

- **verfügen über keine wesentliche Beteiligung an dem Emittenten.**
- **betreuen weder den Emittenten (durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt) noch Finanzinstrumente, die Gegenstand dieser Finanzanalyse sind,**
- **waren (innerhalb der vergangenen 12 Monate) nicht an der Führung eines Konsortiums für die Emission von Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittent Gegenstand dieser Finanzanalyse ist,**
- **waren weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,**
- **haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.**

B. Allgemeine Angaben/Haftungsregelung:

1. Dieses Dokument wurde von der getinsight Research GmbH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt.
2. Dieses Dokument ist ausschließlich für die Veröffentlichung auf der Homepage des relevanten Unternehmens und für den Gebrauch durch nationale institutionelle Anleger bestimmt. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung ist nur mit schriftlicher Zustimmung der getinsight Research GmbH zulässig.
3. 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.
4. 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, Zusicherung 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. Etwaige 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.

5. Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Zweitveröffentlichung durch die getinsight Research GmbH. Die Genehmigung zur Zweitveröffentlichung liegt vor. Rechtlich bindet ist allein die Originalveröffentlichung.