

Datum **08.09.2011**

**Kaufen** (alt: Kaufen)  
**PT: € 52,70** (alt: € 50,90)

**Änderungen**

	2011E		2012E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	32,2	0%	38,7	0%
EBIT	6,4	0%	7,7	1,3%
EPS	2,60	0%	3,13	0%
EPS*	2,60	0%	3,13	0%
DPS	0,56	0%	0,67	3,1%

\*bereinigt

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

ISIN	DE0007571424
Bloomberg	GKS:GR
Reuters	GKSG
Preis (07.09.11):	€ 36,80
Marktkapitalisierung	€ 66 Mio.
EV	€ 52 Mio.
Ø-Volumen (100 Tage)	€ 45.928
52W Hoch	€ 59,15
52W Tief	€ 33,60
Streubesitz	42,5 %

**Finanzkalender**

24.11.2011	Q3-Bericht
24.04.2012	GB 2011

**Aktionärsstruktur**

GK Software Holding	52,33%
R. Gläß	2,95%
S. Kronmüller	2,23%

**Kursentwicklung**



**Michael Vara**

+49 (0)69 - 66 36 80 71  
[vara@vararesearch.de](mailto:vara@vararesearch.de)

**Daniel Grossjohann**

+49 (0)69 - 61 99 33 31  
[grossjohann@vararesearch.de](mailto:grossjohann@vararesearch.de)

**GK SOFTWARE AG**

**Kapazitätsausbau bereitet SAP-Wachstum vor**

Im ersten Halbjahr steigerte GK den Umsatz um 15,8%. Das EBIT blieb auf Vorjahresniveau. Grund hierfür sind Wachstumsinvestitionen, durch die sich GK auf zusätzliches Wachstum durch die SAP-Kooperation vorbereitet. Die Mitarbeiterzahl wuchs dementsprechend um 28% gegenüber Vorjahr. Die neuen Mitarbeiter sollten in den kommenden Monaten ihre volle Produktivität erreichen. Die Einstellungspolitik der GK zeigt in unseren Augen auch die Zuversicht des Unternehmens in die SAP-Kooperation, die erst kürzlich mit Fressnapf einen neu akquirierten Kunden vermehren konnte. Für 2011 bietet die SAP-Kooperation noch wenig Überraschungspotenzial, für 2012 und 2013 sehen wir hierdurch jedoch die Möglichkeit, dass unsere Wachstumserwartung (ca. 20% p.a.) übertroffen werden kann. Der allgemeine Kursrutsch der letzten Wochen hat auch die GK-Aktie auf die Niveaus von Anfang 2010 zurückfallen lassen. Bei einem KGV von 14,2 sowie einem EV/Sales von 1,6 bei 20%igen EBIT-Margen, bietet das aktuelle Kursniveau eine gute Gelegenheit um nachzukaufen.

**Investment Highlights**

- Der Umsatz legte im ersten Halbjahr 2011 um 15,8% zu auf € 14,4 Mio. Das EBIT (€ 2,48 Mio.) blieb gegenüber dem Vorjahreszeitraum nahezu unverändert, die Marge sank entsprechend auf 17,2% (Vorjahr 19,8%). Da dies durch Wachstumsinvestitionen begründet ist, sehen wir hierin keinerlei Grund zur Sorge, zumal die einsetzende Skalierung über die SAP-Kooperation mittelfristig margenerhöhende Effekte zeigen wird.
- Mit den Personaleinstellungen in den Bereichen Projektmanagement, Softwareentwicklung und Support hat GK die eigenen Kapazitäten an zu erwartendes Zusatzgeschäft aus der SAP-Kooperation vorbereitet. Die überarbeitete Aufstellung der Lösungssuite steht im Bezug zu der SAP-Kooperation, die sich erst jüngst in der Beauftragung durch den Fachhändler Fressnapf (1.150 Filialen) ausgezahlt hat. Nach einer Einschätzung des EHI Retail Institute werden die IT-Budgets im Handel 2011 etwa 1,12% der Nettoumsätze ausmachen, was in etwa dem Vorjahresniveau entspräche. Für die Nettoumsätze wird ein Anstieg von mindestens 1,5% erwartet (H1 2011: 2,7%). Das Umfeld bleibt also günstig.
- Solide Bilanz. GK weist eine Eigenkapitalquote von 60,6% aus (30.6.2010: 43,9%). Trotz Dividendenausschüttung und der Wachstumsinvestitionen stieg die Nettoliquidität um fast 10 Mio. auf € 11,4 Mio. Hierbei hatte allerdings auch der Cash-Flow Effekt durch Working Capital-Abbau erheblichen Anteil.
- Ausblick. Das Unternehmen geht weiterhin von einem Umsatz zwischen € 30 Mio. und € 31,5 Mio. für 2011 aus. Die EBIT-Marge soll zwischen 18% und 20% liegen. Unsere Schätzungen liegen leicht oberhalb der Umsatzguidance und am oberen Rand der Margenbandbreite.

**Kennzahlen**

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2008	15,0	2,0	1,22	13,92	1,38	7,46	18,5%	29,3%
2009	23,3	4,5	2,70	8,51	1,48	5,85	25,2%	33,2%
2010	27,7	4,5	2,50	20,02	2,96	12,75	23,2%	22,6%
2011e	32,2	4,6	2,60	14,17	1,60	8,00	20,0%	17,7%
2012e	38,7	5,6	3,13	11,76	1,33	6,65	20,0%	18,4%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## ■ Gewinn- und Verlustrechnung (absolut)

(in Mio. Euro)	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	15,029	23,277	27,690	32,191	38,739
Veraend. des Bestandes an fert./unfert. Erzeugnissen	-1,260	-0,873	0,000	0,000	0,000
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,815	1,067	0,649	1,046	1,259
Sonstige betriebliche Ertraege	0,424	0,826	1,368	1,657	1,994
<b>Gesamtleistung</b>	<b>15,008</b>	<b>24,296</b>	<b>29,706</b>	<b>34,893</b>	<b>41,992</b>
Materialaufwand	-0,514	-0,561	-1,540	-1,072	-1,290
<b>Rohergebnis</b>	<b>14,494</b>	<b>23,735</b>	<b>28,166</b>	<b>33,822</b>	<b>40,702</b>
Personalaufwand	-8,047	-12,117	-14,840	-18,996	-22,860
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-2,954	-5,448	-5,344	-6,588	-7,928
<b>EBITDA</b>	<b>3,493</b>	<b>6,171</b>	<b>7,982</b>	<b>8,238</b>	<b>9,913</b>
Abschreibungen/Amortisation	-0,719	-1,281	-1,548	-1,800	-2,166
<b>EBIT</b>	<b>2,775</b>	<b>4,890</b>	<b>6,435</b>	<b>6,438</b>	<b>7,748</b>
Finanzergebnis	0,090	0,143	-0,128	0,116	0,149
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>2,864</b>	<b>5,033</b>	<b>6,307</b>	<b>6,554</b>	<b>7,897</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,830	-1,516	-1,836	-1,904	-2,295
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>2,034</b>	<b>3,517</b>	<b>4,471</b>	<b>4,650</b>	<b>5,602</b>
Bereinigungen	0,000	0,984	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	2,034	4,501	4,471	4,650	5,602
Gewichtete Anzahl Aktien	1,67	1,67	1,79	1,79	1,79
<b>EPS (in Euro)</b>	<b>1,22</b>	<b>2,11</b>	<b>2,50</b>	<b>2,60</b>	<b>3,13</b>
EPS bereinigt (in Euro)	1,22	2,70	2,50	2,60	3,13
DPS (in Euro)	0,00	1,00	0,50	0,56	0,67

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Gewinn- und Verlustrechnung (prozentual)

(in % vom Umsatz)	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatz	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	99,9	104,4	107,3	108,4	108,4
Materialaufwand	-3,4	-2,4	-5,6	-3,3	-3,3
<b>Rohergebnis</b>	<b>96,4</b>	<b>102,0</b>	<b>101,7</b>	<b>105,1</b>	<b>105,1</b>
Personalaufwand	-53,5	-52,1	-53,6	-59,0	-59,0
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-19,7	-23,4	-19,3	-20,5	-20,5
<b>EBITDA</b>	<b>23,2</b>	<b>26,5</b>	<b>28,8</b>	<b>25,6</b>	<b>25,6</b>
Abschreibungen/Amortisation	-4,8	-5,5	-5,6	-5,6	-5,6
<b>EBIT</b>	<b>18,5</b>	<b>21,0</b>	<b>23,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
Finanzergebnis	0,6	0,6	-0,5	0,4	0,4
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Ergebnis vor Ertragssteuern</b>	<b>19,1</b>	<b>21,6</b>	<b>22,8</b>	<b>20,4</b>	<b>20,4</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuern	-5,5	-6,5	-6,6	-5,9	-5,9
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoergebnis</b>	<b>13,5</b>	<b>15,1</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>
Bereinigungen	0,0	4,2	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Nettoergebnis	13,5	19,3	16,1	14,4	14,5

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Kapitalflussrechnung

(in Mio. Euro)	2008	2009	2010	2011e	2012e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,427	5,662	1,668	10,687	5,870
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,579	-9,363	-2,709	-2,882	-3,068
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	7,098	5,468	3,844	-0,895	-1,000
Veraenderung der Zahlungsmittel	5,951	1,782	2,805	6,911	1,802
Fluessige Mittel am Ende der Periode	8,855	10,637	13,442	20,353	22,155

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Bilanz (absolut)

(in Mio. Euro)	2008	2009	2010	2011e	2012e
<b>Anlagevermoegen</b>	<b>4,226</b>	<b>12,743</b>	<b>13,166</b>	<b>14,248</b>	<b>15,150</b>
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	1,633	9,333	9,116	8,697	8,092
Sachanlagen	2,593	3,410	4,050	5,551	7,058
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Umlaufvermoegen</b>	<b>15,382</b>	<b>19,242</b>	<b>31,110</b>	<b>33,651</b>	<b>37,435</b>
Vorraete	0,738	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	3,023	5,846	14,110	9,740	11,722
Sonstige Forderungen	2,765	2,759	3,558	3,558	3,558
Kasse und Wertpapiere	8,855	10,637	13,442	20,353	22,155
Sonstiges Aktiva	0,018	0,390	0,529	0,529	0,529
<b>Summe Aktiva</b>	<b>19,626</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>48,428</b>	<b>53,113</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>11,782</b>	<b>15,300</b>	<b>24,332</b>	<b>28,086</b>	<b>32,688</b>
Ruecklagen	11,782	15,300	24,332	28,086	32,688
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rueckstellungen	0,847	0,847	0,921	0,937	0,954
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,803</b>	<b>14,953</b>	<b>17,060</b>	<b>16,913</b>	<b>16,980</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,256	6,724	5,983	5,983	5,983
Verbindlichkeiten aus LuL	0,526	0,774	0,476	0,329	0,396
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	4,021	7,455	10,601	10,601	10,601
Sonstige Passiva	1,193	1,276	2,491	2,491	2,491
<b>Summe Passiva</b>	<b>19,626</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>48,428</b>	<b>53,113</b>

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

## ■ Bilanz (prozentual)

(in % der Bilanzsumme)	2008	2009	2010	2011e	2012e
<b>Anlagevermoegen</b>	<b>21,5</b>	<b>39,4</b>	<b>29,4</b>	<b>29,4</b>	<b>28,5</b>
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	8,3	28,8	20,3	18,0	15,2
Sachanlagen	13,2	10,5	9,0	11,5	13,3
Finanzanlagen	-	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermoegen</b>	<b>78,4</b>	<b>59,4</b>	<b>69,4</b>	<b>69,5</b>	<b>70,5</b>
Vorraete	3,8	-	-	-	-
Forderungen aus LuL	15,4	18,1	31,5	20,1	22,1
Sonstige Forderungen	14,1	8,5	7,9	7,3	6,7
Kasse und Wertpapiere	45,1	32,9	30,0	42,0	41,7
Sonstiges Aktiva	0,1	1,2	1,2	1,1	1,0
<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>Eigenkapital</b>	<b>60,0</b>	<b>47,3</b>	<b>54,3</b>	<b>58,0</b>	<b>61,5</b>
Ruecklagen	60,0	47,3	54,3	58,0	61,5
Anteile Dritter	-	-	-	-	-
Rueckstellungen	4,3	2,6	2,1	1,9	1,8
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>29,6</b>	<b>46,2</b>	<b>38,1</b>	<b>34,9</b>	<b>32,0</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,4	20,8	13,4	12,4	11,3
Verbindlichkeiten aus LuL	2,7	2,4	1,1	0,7	0,7
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	20,5	23,0	23,7	21,9	20,0
Sonstige Passiva	6,1	3,9	5,6	5,1	4,7
<b>Summe Passiva</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

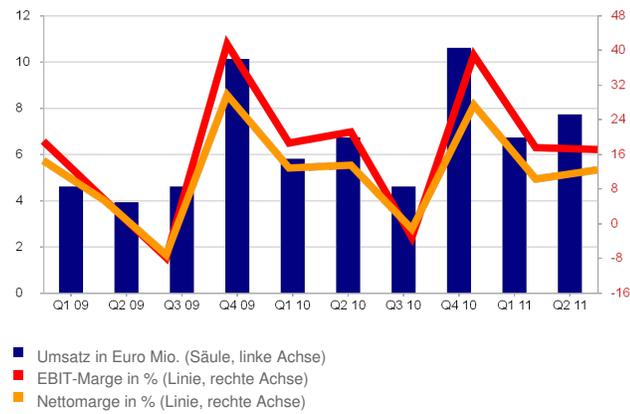
## ■ Kennzahlen

	2008	2009	2010	2011e	2012e
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
Aktienkurs (in Euro)	17,00	23,00	50,00	36,80	36,80
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	28,3	38,3	89,5	65,9	65,9
Enterprise Value (in Euro Mio.)	20,7	34,4	82,0	54,8	54,8
EV/Umsatz	1,38	1,48	2,96	1,70	1,41
EV/EBITDA	5,9	4,8	10,3	6,6	5,5
EV/EBIT	7,5	5,9	12,8	8,5	7,1
P/E berichtet	13,9	10,9	20,0	14,2	11,8
P/E bereinigt	13,9	8,5	20,0	14,2	11,8
PCPS	9,4	8,0	15,1	10,2	8,5
KBV	2,4	2,5	3,7	2,3	2,0
<b>Rentabilitaetskennzahlen</b>					
EBITDA-Marge	23,2%	30,7%	28,8%	25,6%	25,6%
EBIT-Marge	18,5%	25,2%	23,2%	20,0%	20,0%
Vorsteuermarge	19,1%	25,8%	22,8%	20,4%	20,4%
Nettomarge	13,5%	19,3%	16,1%	14,4%	14,5%
ROE	29,3%	33,2%	22,6%	17,7%	18,4%
ROCE	60,7%	57,0%	38,5%	34,6%	42,1%
<b>Produktivitaetskennzahlen</b>					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	79,7	80,0	75,7	75,5	77,8
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	10,8	15,5	12,2	10,9	11,3
Anzahl Mitarbeiter	189	291	366	426	498
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	60,0%	47,3%	54,3%	58,0%	61,5%
Gearing	-64,1%	-25,3%	-29,3%	-49,9%	-48,3%
Dividendenrendite	0,0%	4,3%	1,0%	1,5%	1,8%
<b>Cash-Flow Kennzahlen</b>					
Cash-Flow pro Aktie	1,82	2,88	3,30	3,61	4,35
Free-Cash-Flow pro Aktie	1,09	0,00	1,64	2,00	2,64
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
Abschreibungen/Umsatz	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	8,1%	37,8%	10,8%	9,0%	7,9%
Working Capital/Umsatz	21,5%	21,8%	49,2%	29,2%	29,2%
Steuerquote	29,0%	30,1%	29,1%	29,1%	29,1%

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

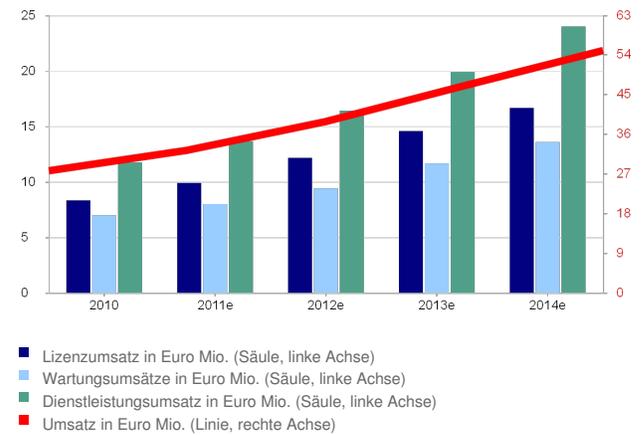
## ■ Uebersichtsgrafiken

### Umsatz- und EBIT-Entwicklung



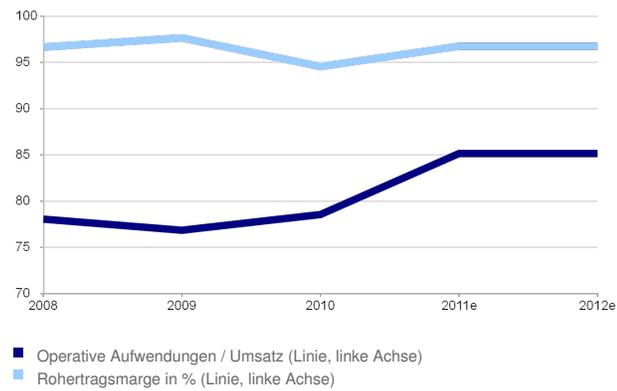
- Schwankende Quartalsergebnisse durch Projektgeschäft
- Margenstarkes Jahresendgeschäft

### Produktmix



- Umsatzwachstum (CAGR 2010-2014): 18.7%
- Wartungsumsätze bilden stabile Umsatzbasis und steigen kontinuierlich
- Proportionales Wachstum der Umsatzarten

### Kosteneffizienz



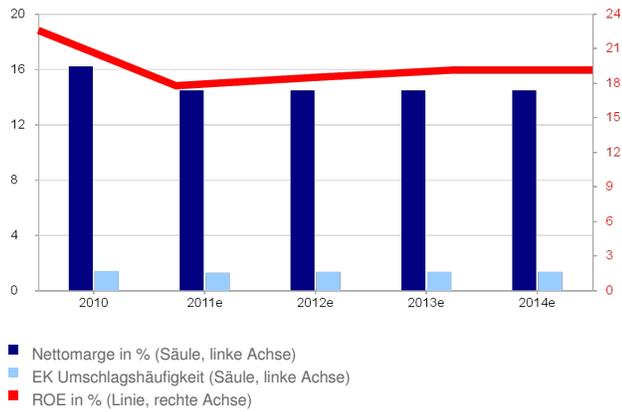
- Operative Aufwendungen steigen durch Personalaufbau
- Belastungspeak in 2011 erreicht
- Rohertagsmarge 2010 durch externe Mitarbeiter belastet

### Operativer Cash Flow



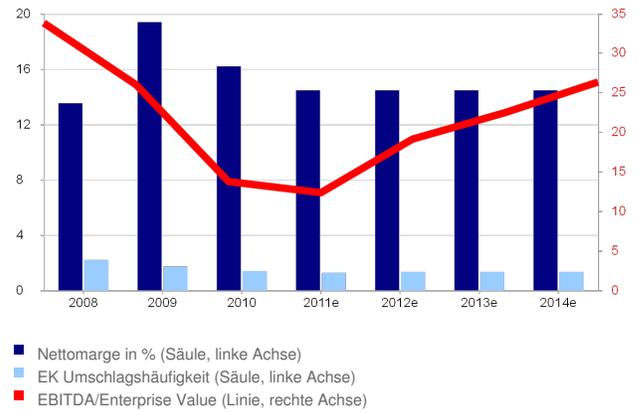
- 2009 von hohem Capex (Euro 8.8 Mio.) geprägt (Gebäude)
- Keine weiteren Großinvestitionen in den kommenden Jahren
- Stetig steigender Cash-Flow erwartet

### ROE



- Nachhaltiger ROE oberhalb von 17%
- Stabile Nettomargen
- Dividendenausschüttungen führen zu konstanter EK-Umschlagshäufigkeit

### Wertschöpfung



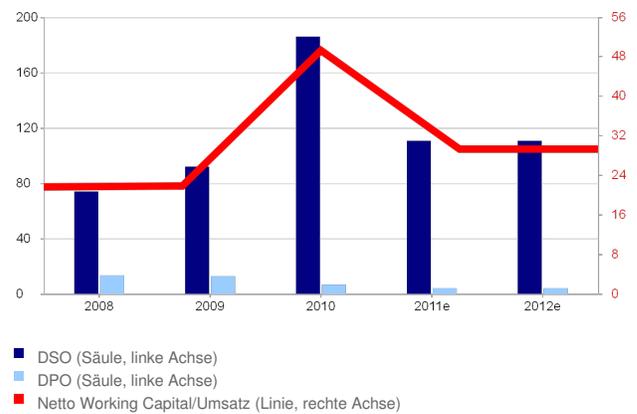
- Auf Grund der KE sank die EBITDA/EV von 2008 auf 2011
- EBITDA/EV auch 2011 oberhalb des WACC (9.7%)
- Nach getätigten Investitionen wird die Wertschöpfung klar über WACC erwartet

### Bilanzqualität



- Starke Bilanz
- Ermöglicht steigende Dividenden oder Akquisitionen

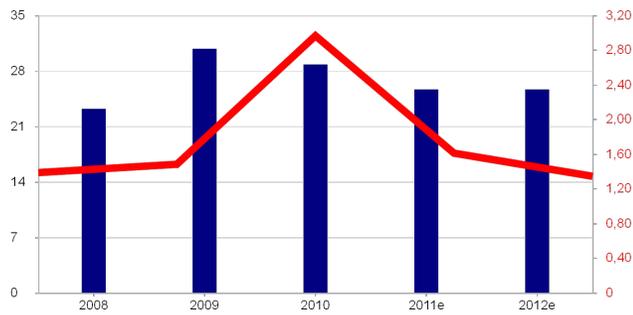
### Working Capital Effizienz



- Peak in 2010 durch ein nicht vollumfänglich fakturiertes Großprojekt erklärt
- Historischer DSO-Wert um 80 Tage, künftig leichter Anstieg da Peaks nicht auszuschließen sind

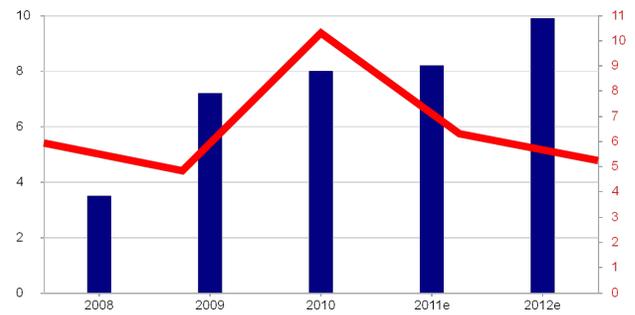
## Bewertungsgrafiken

### EV/Umsatz



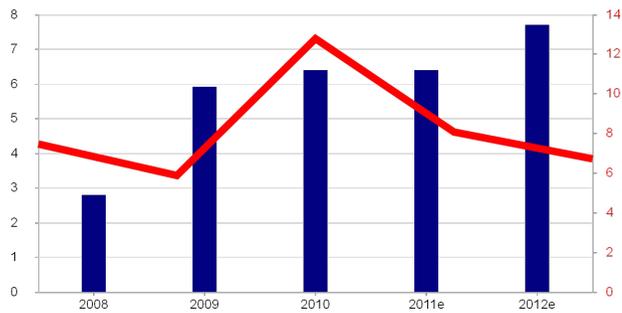
■ EBITDA-Marge in % (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/Umsatz (Linie, rechte Achse)

### EV/EBITDA



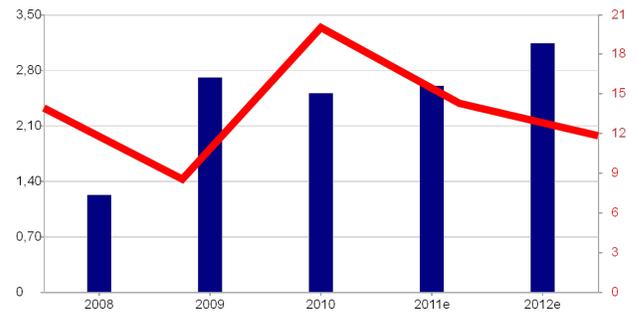
■ EBITDA in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/EBITDA (Linie, rechte Achse)

### EV/EBIT



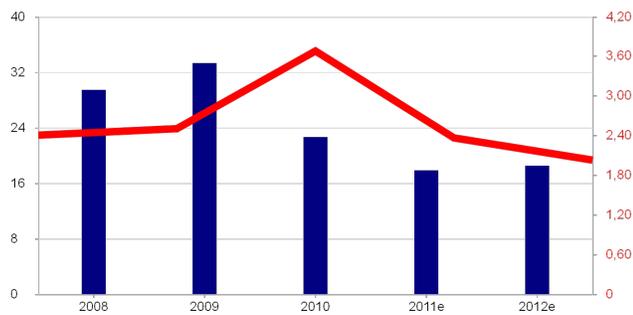
■ EBIT in Euro Mio. (Säule, linke Achse)  
 ■ EV/EBIT (Linie, rechte Achse)

### KGV bereinigt



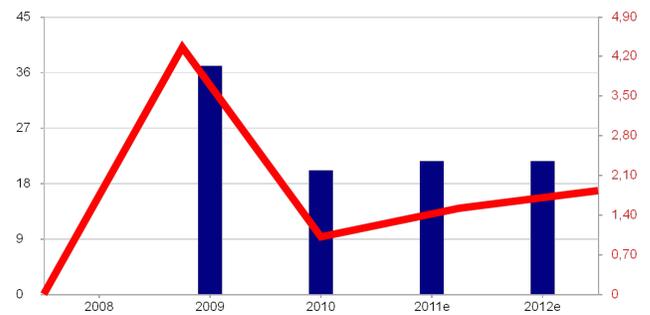
■ EPS bereinigt in Euro (Säule, linke Achse)  
 ■ KGV bereinigt (Linie, rechte Achse)

### KBV



■ ROE in % (Säule, linke Achse)  
 ■ P/NAV (Linie, rechte Achse)

### Dividendenrendite in %



■ Ausschüttungsquote in % (Säule, linke Achse)  
 ■ Dividendenrendite in % (Linie, rechte Achse)

A. Angaben gemäß § 34 b WpHG, Finanzanalyseverordnung:

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: Vara Research GmbH**  
**Ersteller der vorliegenden Finanzanalyse: Daniel Großjohann, Analyst,**  
**und Michael Vara, Analyst und Geschäftsführer der Vara Research GmbH**

Die Vara 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	14.09.2009	Kaufen	€ 23,00
GK SOFTWARE AG	29.10.2009	Kaufen	€ 37,75
GK SOFTWARE AG	14.12.2009	Halten	€ 38,60
GK SOFTWARE AG	02.02.2010	Halten	€ 40,10
GK SOFTWARE AG	22.04.2010	Halten	€ 50,85
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

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 Vara 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:

**(08.09.2011)**

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

**(Schlusskurse vom 07.09.2011)**

5. Aktualisierungen:

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

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**Es besteht zwischen der Vara Research GmbH und der ICF Kursmakler AG eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insoweit erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.**

Der Geschäftserfolg von Vara 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 Vara 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 Vara 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 Vara 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 Vara 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 Vara Research GmbH verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung kann Vara Research GmbH keine Garantie, Zusicherung oder Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit abgeben; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist folglich insoweit ausgeschlossen, sofern seitens Vara Research GmbH kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt. Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von Vara Research GmbH und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrtumsbedingte Fehler des Dokuments können von Vara Research GmbH berichtigt werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.