

Datum **16.08.2011**

**Kaufen** (alt: Kaufen)  
**PT: € 50,90** (alt: € 56,45)

**Änderungen**

	2011E		2012E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	32,2	0%	38,7	0%
EBIT	6,4	0%	7,6	1,8%
EPS	2,60	0,8%	3,13	4,3%
EPS*	2,60	0,8%	3,13	4,3%
DPS	0,56	1,8%	0,65	3,1%

\*bereinigt

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

ISIN DE0007571424  
 Bloomberg GKS:GR  
 Reuters GKSG  
 Preis (10.08.11): € 42,98  
 Marktkapitalisierung € 77 Mio.  
 EV € 62 Mio.  
 Ø-Volumen (100 Tage) € 28.943  
 52W Hoch € 59,15  
 52W Tief € 43,00  
 Streubesitz 42,5 %

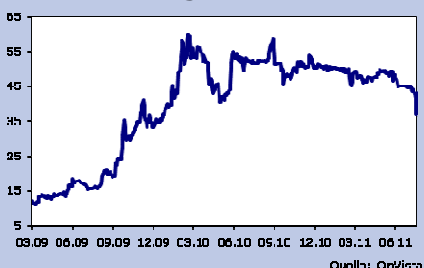
**Finanzkalender**

30.08.2011 Hj.-Bericht  
 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**

**Fressnapf-Auftrag macht Appetit auf mehr**

Nach erfolgreich abgeschlossenem EDEKA-Piloten liefert die Partnerschaft zwischen SAP und GK SOFTWARE mit Fressnapf erstmals einen Lizenzumsatzbeitrag für GK. SAP hat bei Fressnapf eine breite Palette eigener Lösungen platziert, sowie die beiden GK-Lösungen „GK offline mobile handheld application from SAP“ und „GK point-of-sale software from SAP“. Dies bestätigt unsere Erwartung, dass SAP den Vertrieb der GK-Lösungen aktiv vorantreibt, auch um die eigenen Lösungen in der Einzelhandelsbranche besser platzieren zu können. Da sich aus dem mehrjährigen Projekt signifikante Umsatzeffekte erst ab 2012 ergeben dürften, belässt GK die eigenen Prognosen unverändert. Auch wir lassen unsere Schätzungen unverändert, stufen unsere Margenerwartungen ab 2012 angesichts des Skalierungspotenzials durch SAP jedoch als konservativ ein. Auf Grund der gestiegenen Risikoprämien passen wir das Kursziel an. Angesichts der mittelfristigen Wachstumspotenziale ist GK in unseren Augen auch mit einem KGV von 16,5 nicht zu teuer.

**Investment Highlights**

- Die Partnerschaft von SAP und GK hat sich jüngst im ersten Auftrag seit Start des aktiven Vertriebs durch SAP (in 4/2011) niedergeschlagen. Die Ausstattung der rund 1.150 Fressnapf-Filialen mit Lösungen von SAP und GK stellt einen mehrjährigen Auftrag dar, dessen Abarbeitung schwerpunktmäßig 2012 erfolgen dürfte. In unseren Augen belegt der Auftrag einerseits die hohe Attraktivität des gemeinsamen Lösungsangebotes und zeigt andererseits auch die Potenziale auf, die dieser Vertriebsweg über SAP für GK Software eröffnet.
- Das Umfeld für ein gemeinsames Angebot der GK und SAP im Handel ist weiter günstig. Im Rahmen einer aktuellen Marktstudie der RAAD Research zur IT im Handel (6/2011) hat sich gezeigt, dass 7% der befragten Händler die Einführung eines neuen Kassensystems planen, sogar 13% der Händler planen eine Konsolidierung ihrer ERP-System binnen der kommenden 24 Monate.
- Wie GK jüngst bekannt gegeben hat wurden die Verträge der Vorstände Gläß, Kronmüller und Hergert um fünf Jahre verlängert. Wir sehen in der Verlängerung ein Zeichen der Kontinuität.
- Mit Wirkung zum 1.7.2011 trat Herr Oliver Kantner als Vertreter des Vorstands Operations in die Geschäftsleitung der GK Software ein. Der amtierende Vorstand Operations, Herr Scholz nimmt im zweiten Halbjahr 2011 eine Elternzeit wahr und erwägt danach nicht mehr für sein Vorstandsamt zur Verfügung zu stehen. Aufsichtsrat und Vorstand der GK Software sind erfreut in Herrn Kantner einen erfahrenen Manager und Handelsexperten gewonnen zu haben. Auf Grund langjähriger beruflicher Erfahrungen und Kontakten zu internationalen Handelskonzernen dürfte Herr Kantner wesentliche Beiträge zur weiteren Expansion der GK Software liefern können.

**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	4,7	2,60	16,54	1,94	9,69	20,0%	17,7%
2012e	38,7	5,6	3,13	13,72	1,61	8,05	20,0%	18,4%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>10,745</b>	<b>15,029</b>	<b>23,277</b>	<b>27,690</b>	<b>32,191</b>	<b>38,739</b>
Bestandsveränderungen	-0,002	-1,260	-0,873	0,000	0,000	0,000
Aktiviertete Eigenleistungen	0,558	0,815	1,067	0,649	0,706	0,849
Sonstige betriebliche Erträge	0,379	0,424	0,826	1,368	1,603	1,929
<b>Gesamtleistung</b>	<b>11,680</b>	<b>15,008</b>	<b>24,296</b>	<b>29,706</b>	<b>34,499</b>	<b>41,517</b>
Materialaufwand	-0,486	-0,514	-0,561	-1,540	-2,676	-3,220
<b>Rohergebnis</b>	<b>11,194</b>	<b>14,494</b>	<b>23,735</b>	<b>28,166</b>	<b>31,823</b>	<b>38,297</b>
Personalaufwand	-6,152	-8,047	-12,117	-14,840	-16,969	-20,421
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-2,183	-2,954	-5,448	-5,344	-6,617	-7,963
<b>EBITDA</b>	<b>2,859</b>	<b>3,493</b>	<b>6,171</b>	<b>7,982</b>	<b>8,238</b>	<b>9,913</b>
Abschreibungen/Amortisation	-0,527	-0,719	-1,281	-1,548	-1,800	-2,166
<b>EBIT</b>	<b>2,332</b>	<b>2,775</b>	<b>4,890</b>	<b>6,435</b>	<b>6,438</b>	<b>7,748</b>
Finanzergebnis	-0,115	0,090	0,143	-0,128	0,117	0,154
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>2,217</b>	<b>2,864</b>	<b>5,033</b>	<b>6,307</b>	<b>6,555</b>	<b>7,902</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,656	-0,830	-1,516	-1,836	-1,905	-2,296
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>1,561</b>	<b>2,034</b>	<b>3,517</b>	<b>4,471</b>	<b>4,651</b>	<b>5,606</b>
Bereinigungen	0,000	0,000	0,984	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,561	2,034	4,501	4,471	4,651	5,606
Gewichtete Anzahl Aktien	1,250	1,665	1,665	1,790	1,790	1,790
<b>EPS</b>	<b>1,25</b>	<b>1,22</b>	<b>2,11</b>	<b>2,50</b>	<b>2,60</b>	<b>3,13</b>
EPS bereinigt	1,25	1,22	2,70	2,50	2,60	3,13
DPS	0,64	0,00	1,00	0,50	0,56	0,67

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % des Umsatzes	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
<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	108,7	99,9	104,4	107,3	107,2	107,2
Materialaufwand	-4,5	-3,4	-2,4	-5,6	-8,3	-8,3
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>104,2</b>	<b>96,4</b>	<b>102,0</b>	<b>101,7</b>	<b>98,9</b>	<b>98,9</b>
Personalaufwand	-57,3	-53,5	-52,1	-53,6	-52,7	-52,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-20,3	-19,7	-23,4	-19,3	-20,6	-20,6
<b>EBITDA</b>	<b>26,6</b>	<b>23,2</b>	<b>26,5</b>	<b>28,8</b>	<b>25,6</b>	<b>25,6</b>
Abschreibungen/Amortisation	-4,9	-4,8	-5,5	-5,6	-5,6	-5,6
<b>EBIT</b>	<b>21,7</b>	<b>18,5</b>	<b>21,0</b>	<b>23,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
Finanzergebnis	-1,1	0,6	0,6	-0,5	0,4	0,4
A.o. Ergebnis vor Steuern	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>20,6</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	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-6,1	-5,5	-6,5	-6,6	-5,9	-5,9
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoergebnis</b>	<b>14,5</b>	<b>13,5</b>	<b>15,1</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>
Bereinigungen	-	-	4,2	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	14,5	13,5	19,3	16,1	14,4	14,5

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Bilanz

in € Mio.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>3,748</b>	<b>4,226</b>	<b>12,743</b>	<b>13,166</b>	<b>14,070</b>	<b>14,758</b>
Imm. Vermögensgegenstände	1,128	1,633	9,333	9,116	8,697	8,092
Sachanlagen	2,620	2,593	3,410	4,050	5,372	6,665
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>8,064</b>	<b>15,382</b>	<b>19,242</b>	<b>31,110</b>	<b>33,831</b>	<b>37,832</b>
Vorräte	1,999	0,738	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	2,263	3,023	5,846	14,110	9,740	11,722
Sonstige Forderungen	0,898	2,765	2,759	3,558	3,558	3,558
Kasse und Wertpapiere	2,904	8,855	10,637	13,442	20,532	22,552
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,018</b>	<b>0,018</b>	<b>0,390</b>	<b>0,529</b>	<b>0,529</b>	<b>0,529</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>11,830</b>	<b>19,626</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>48,429</b>	<b>53,118</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>2,081</b>	<b>11,782</b>	<b>15,300</b>	<b>24,332</b>	<b>28,088</b>	<b>32,692</b>
Rücklagen	2,081	11,782	15,300	24,332	28,088	32,692
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,577</b>	<b>0,847</b>	<b>0,847</b>	<b>0,921</b>	<b>0,937</b>	<b>0,954</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>8,388</b>	<b>5,803</b>	<b>14,953</b>	<b>17,060</b>	<b>16,913</b>	<b>16,980</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,376	1,256	6,724	5,983	5,983	5,983
Verbindlichkeiten aus LuL	0,471	0,526	0,774	0,476	0,329	0,396
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	6,541	4,021	7,455	10,601	10,601	10,601
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>0,784</b>	<b>1,193</b>	<b>1,276</b>	<b>2,491</b>	<b>2,491</b>	<b>2,491</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>11,830</b>	<b>19,626</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>48,429</b>	<b>53,118</b>

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % der Bilanzsumme	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>31,7</b>	<b>21,5</b>	<b>39,4</b>	<b>29,4</b>	<b>29,1</b>	<b>27,8</b>
Imm. Vermögensgegenstände	9,5	8,3	28,8	20,3	18,0	15,2
Sachanlagen	22,1	13,2	10,5	9,0	11,1	12,5
Finanzanlagen	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>68,2</b>	<b>78,4</b>	<b>59,4</b>	<b>69,4</b>	<b>69,9</b>	<b>71,2</b>
Vorräte	16,9	3,8	-	-	-	-
Forderungen aus LuL	19,1	15,4	18,1	31,5	20,1	22,1
Sonstige Forderungen	7,6	14,1	8,5	7,9	7,3	6,7
Kasse und Wertpapiere	24,5	45,1	32,9	30,0	42,4	42,5
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</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>17,6</b>	<b>60,0</b>	<b>47,3</b>	<b>54,3</b>	<b>58,0</b>	<b>61,5</b>
Rücklagen	17,6	60,0	47,3	54,3	58,0	61,5
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Rückstellungen</b>	<b>4,9</b>	<b>4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>70,9</b>	<b>29,6</b>	<b>46,2</b>	<b>38,1</b>	<b>34,9</b>	<b>32,0</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	11,6	6,4	20,8	13,4	12,4	11,3
Verbindlichkeiten aus LuL	4,0	2,7	2,4	1,1	0,7	0,7
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	55,3	20,5	23,0	23,7	21,9	20,0
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>6,6</b>	<b>6,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</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 / Vara Research GmbH

## Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,9	1,4	5,7	1,7	10,7	5,9
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,0	-2,6	-9,4	-2,7	-2,7	-2,9
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	0,6	7,1	5,5	3,8	-0,9	-1,0
Veränderung der Zahlungsmittel	0,4	5,9	1,8	2,8	7,1	2,0
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,9	8,9	10,6	13,4	20,5	22,6

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Kennzahlen\*

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	-	28,31	38,30	89,50	76,93	76,93
Enterprise Value (in Euro Mio.)	-	20,71	34,38	82,04	62,39	62,39
EV/Umsatz	-	1,38	1,48	2,96	1,94	1,61
EV/EBITDA	-	5,93	4,81	10,28	7,57	6,29
EV/EBIT	-	7,46	5,85	12,75	9,69	8,05
KGV (berichtet)	-	13,92	10,89	20,02	16,54	13,72
KGV (bereinigt)	-	13,92	8,51	20,02	16,54	13,72
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	-	9,36	7,98	15,13	11,90	9,88
Kurs/Buchwert	-	2,40	2,50	3,68	2,74	2,35
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	26,6%	23,2%	30,7%	28,8%	25,6%	25,6%
EBIT-Marge	21,7%	18,5%	25,2%	23,2%	20,0%	20,0%
Vorsteueremarge	20,6%	19,1%	25,8%	22,8%	20,4%	20,4%
Nettomarge	14,5%	13,5%	19,3%	16,1%	14,4%	14,5%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	12,0%	n.m.	10,6%	11,7%	12,7%
ROE	88,7%	29,3%	33,2%	22,6%	17,7%	18,4%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	76,8	79,7	80,0	75,7	81,4	90,9
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	11,2	10,8	15,5	12,2	11,8	13,2
Anzahl Mitarbeiter	140	189	291	366	395	426
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	17,6%	60,0%	47,3%	54,3%	58,0%	61,5%
Gearing	-70,9%	-64,1%	-25,3%	-29,3%	-50,5%	-49,6%
Dividendenrendite	-	0,0%	4,3%	1,0%	1,3%	1,6%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	1,57	1,82	2,88	3,30	3,61	4,35
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,52	1,09	-2,41	1,64	2,10	2,76
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	4,9%	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	24,3%	8,1%	37,8%	10,8%	8,4%	7,4%
Working Capital/Umsatz	5,9%	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	29,6%	29,0%	30,1%	29,1%	29,1%	29,1%

\*Basierend auf bereinigten Zahlen

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

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	16.06.2009	Kaufen	€ 21,60
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

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:**  
**(16.08.2011)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:**  
**(Schlusskurse vom 10.08.2011)**

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.