

Datum **13.05.2013**

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

Änderungen

	2013E		2014E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	47,1	0%	54,1	0%
EBIT	6,8	0%	8,6	0%
EPS	2,85	0%	3,61	0%
EPS*	2,85	0%	3,61	0%
DPS	0,70	0%	0,70	0%

* bereinigt

Homepage: www.gksoftware.de
 Branche: IT/Software

ISIN DE0007571424
 Bloomberg GKS:GR
 Reuters GKSG
 Preis (13.05.13): € 28,51
 Marktkapitalisierung € 51 Mio.
 EV € 51 Mio.
 Ø-Volumen (100 Tage) € 54.903
 52W Hoch € 40,50
 52W Tief € 27,00

Finanzkalender

29.05.2013 Q1-Bericht 2013
 18.06.2013 HV

Aktionärsstruktur

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

Kursentwicklung



Daniel Grossjohann
 +49 (0)69 - 2561 285 13
grossjohann@vararesearch.de
Benjamin Ludacka
 +49 (0)69 - 2561 285 12
ludacka@vararesearch.de
Michael Vara
 +49 (0)69 - 2561 285 11
vara@vararesearch.de

GK SOFTWARE AG

Weichen gestellt, Lokomotive nimmt in Hj.2 Fahrt auf

Strategisch hat GK in 2012 und den ersten Monaten diesen Jahres wichtige Weichenstellungen für die Jahre ab 2013 vorgenommen: Die Internationalisierung wurde vorangetrieben, durch Kooperationen mit HP und RedIron wurden flexible Implementierungskapazitäten geschaffen und das Servicegeschäft wurde gestärkt (AWEK-Übernahme). Operativ kam die Entwicklung 2012 dagegen ins stocken: Eine Investitionszurückhaltung der Kunden und ein unsicherer konjunktureller Ausblick, haben zu Rückgängen bei Umsatz (-10,5%) und Jahresüberschuss (-85%) geführt. Wir gehen davon aus, dass diese Wachstumsdelle vorübergehender Natur ist. Die Vertriebspipeline ist gut gefüllt und schlagkräftige Implementierungspartner stehen bereit: Im zweiten Halbjahr sollten verstärkt Projektabschlüsse vermeldet werden können. Vor diesem Hintergrund dürfte die gegenwärtige Kursschwäche mit niedriger Bewertung (KGV 2013e: 10) eine Chance sein eine Position aufzubauen.

Investment Highlights

- Die endgültigen 2012 Zahlen stellten keine Überraschung mehr dar, da die Eckdaten bereits bekannt waren. Das im Schlussquartal stockende Neugeschäft hat das Gesamtjahr 2012 stark belastet. Wir sind hierauf bereits eingegangen. Die Kursreaktion auf die schwachen 2012 Zahlen hat in unseren Augen jedoch die Erfolge der strategischen Weichenstellung ausgeblendet. An dieser Stelle besonders hervorzuheben ist die Schaffung flexibler Kapazitäten bei internationalen Projekten, aber auch die Erweiterung des durch SAP vertriebenen Lösungsportfolios und die Stärkung des Servicesgeschäftes durch die AWEK-Übernahme. Dies sind strategisch bedeutsame Schritte, die sich mittelfristig auszahlen werden.
- RedIron, ein US-amerikanischer SAP Premium Partner mit klarem Fokus auf SAP Filiallösungen, ist eine Implementierungspartnerschaft mit GK SOFTWARE für Nord- und Zentralamerika eingegangen. RedIron ist der wichtigste Entwicklungs- und Implementierungspartner bei der bisherigen SAP-Lösung für den Einzelhandel (Triversity) und hat mit 90% der großen (US-)Einzelhändler, die diese Lösung nutzen, zusammengearbeitet. Die Kooperation mit RedIron zeigt den Stellenwert, den die SAP-GK-Kooperation für SAP mittlerweile auch international hat. Zudem hegen wir die Hoffnung, dass RedIron seine Bestandskunden mittelfristig auf die neue Lösung für den Retail-Bereich überführen wird.
- GK-Mitgründer und Vorstand Rainer Gläß hat den kurzzeitigen Kursrutsch unter die € 28-Marke genutzt um den Bestand an privat gehaltenen Aktien auszubauen.

Kennzahlen

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2011	31,8	4,6	2,55	16,77	2,14	10,23	21,0%	17,4%
2012	28,4	0,7	0,38	92,98	2,39	86,58	2,8%	2,6%
2013e	47,1	5,1	2,85	10,01	1,08	7,46	14,5%	16,1%
2014e	54,1	6,5	3,61	7,90	0,94	5,89	16,0%	17,1%
2015e	59,5	8,0	4,49	6,34	0,86	4,76	18,0%	18,4%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**SAP-Kooperation wird
gelebt und kommt
voran..**

**..flexible (Dritt-)
Kapazitäten stehen
bereit**

Auch wenn die Erwartungen an die Vertriebskraft der SAP-Kooperation in 2012 nicht voll erfüllt wurden, so gibt es auch hier Erfolge zu verzeichnen: (1) So wurden in 2012 drei durch SAP akquirierte Projekte gewonnen. (2) Das Spektrum der durch SAP vertriebenen GK-Lösungen erweiterte sich um zwei (Open Scale und Label&Poster Print). (3) Die GK-Filialsoftware ist die weltweit erste die SAP HANA-tauglich ist. (4) Durch Cloud-fähigkeit wichtiger Serverkomponenten wurde eine wichtige zentrale technische Voraussetzung für Omni-Channel-Retailing geschaffen. (5) Die POS-Lösung von GK wurde durch SAP auch für Business-by-Design zertifiziert (und kann dadurch bereits jetzt in Cloud-Szenarien zum Einsatz kommen).

Wenn die SAP-Kooperation in 2012 international mehrere gemeinsame Projekte parallel akquiriert hätte, so hätte GK zumindest temporär Schwierigkeiten bezüglich der eigenen Implementierungskapazitäten bekommen. Dieses Problem ist mittlerweile behoben – ohne, dass GK dafür große Fixkostenblöcke aufbauen musste. Mit der HP Kooperation hat GK bei Roll-outs weltweit geschulte IT-Spezialisten vor Ort, die Leitung der Projekte indes dürfte vor allem anfänglich noch bei GK-Mitarbeitern liegen. Die Implementierungspartnerschaft mit RedIron ist zwar auf Nord- und Zentralamerika, beschränkt hat aber eine hohe Signalwirkung, da RedIron als ausgewiesener Spezialist Zugang zu nahezu allen SAP-POS-Bestandskunden im amerikanischen Retailmarkt hat. Es ist nicht davon auszugehen, dass RedIron eine Implementierungspartnerschaft eingegangen wäre, wenn nicht SAP-seitig signalisiert worden wäre, dass zahlreiche Projekte mit der neuen SAP/GK-POS-Lösung zu erwarten seien. Typische Akquisitionszyklen (12-18 Monate) und einen gewissen SAP-seitigen Vorlauf unterstellt, sollten spätestens zum Jahresende 2013 einige größere US-Handelsketten die neue Lösung einführen.

■ GuV in Euro Mio.

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	27,690	31,753	28,426	47,118	54,057	59,463
Veraend. des Bestandes an fert./unfert. Erzeugnissen	0,000	0,000	-0,127	-0,211	-0,242	-0,266
Andere aktivierte Eigenleistungen	0,649	1,489	0,748	1,239	1,422	1,564
Sonstige betriebliche Ertraege	1,368	0,729	1,658	1,264	1,450	1,595
Gesamtleistung	29,706	33,971	30,704	49,410	56,687	62,355
Materialaufwand	-1,540	-0,611	-0,673	-1,093	-0,443	-0,487
Rohergebnis	28,166	33,360	30,031	48,318	56,244	61,868
Personalaufwand	-14,840	-18,601	-19,773	-29,173	-33,544	-35,785
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-5,344	-6,158	-7,401	-9,678	-11,028	-12,056
EBITDA	7,982	8,601	2,858	9,467	11,671	14,027
Abschreibungen/Amortisation	-1,548	-1,947	-2,073	-2,634	-3,022	-3,324
EBIT	6,435	6,654	0,785	6,833	8,649	10,703
Finanzergebnis	-0,128	-0,085	0,035	0,020	0,031	0,113
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ergebnis vor Ertragssteuern	6,307	6,569	0,819	6,853	8,680	10,816
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,836	-2,005	-0,144	-1,756	-2,224	-2,771
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	4,471	4,564	0,675	5,097	6,456	8,044
Bereinigungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	4,471	4,564	0,675	5,097	6,456	8,044
Gewichtete Anzahl Aktien	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79	1,79
EPS (in Euro)	2,50	2,55	0,38	2,85	3,61	4,49
EPS bereinigt (in Euro)	2,50	2,55	0,38	2,85	3,61	4,49
DPS (in Euro)	0,50	0,50	0,10	0,70	0,70	0,88

■ GuV in % vom Umsatz

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Umsatz	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	107,3	107,0	108,0	104,9	104,9	104,9
Materialaufwand	-5,6	-1,9	-2,4	-2,3	-0,8	-0,8
Rohergebnis	101,7	105,1	105,6	102,5	104,0	104,0
Personalaufwand	-53,6	-58,6	-69,6	-61,9	-62,1	-60,2
Sonstige betriebliche Ertraege/Aufwendungen	-19,3	-19,4	-26,0	-20,5	-20,4	-20,3
EBITDA	28,8	27,1	10,1	20,1	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	14,5	16,0	18,0
Finanzergebnis	-0,5	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,2
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnis vor Ertragssteuern	22,8	20,7	2,9	14,5	16,1	18,2
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ertragssteuern	-6,6	-6,3	-0,5	-3,7	-4,1	-4,7
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoergebnis	16,1	14,4	2,4	10,8	11,9	13,5
Bereinigungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bereinigtes Nettoergebnis	16,1	14,4	2,4	10,8	11,9	13,5

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

■ Kapitalflussrechnung

(in Mio. Euro)	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,668	4,747	3,064	0,051	6,682	9,214
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,709	-2,693	-3,988	-1,945	-2,231	-2,455
<i>davon Capex</i>	<i>-2,980</i>	<i>-2,447</i>	<i>-4,048</i>	<i>-1,945</i>	<i>-2,231</i>	<i>-2,455</i>
Mittelzu-/ -abfluss aus Finanzierungstätigkeit	3,844	-1,636	-2,673	-0,179	-1,250	-1,260
Veraenderung der Zahlungsmittel	2,805	0,417	-3,594	-2,073	3,201	5,499
Fluessige Mittel am Ende der Periode	13,442	13,859	10,265	8,192	11,393	16,891

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

■ Bilanz in Euro Mio.

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anlagevermoegen	13,166	13,664	15,770	20,080	19,290	18,420
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	9,116	9,540	10,884	9,591	8,298	7,005
Sachanlagen	4,050	4,124	4,884	5,488	5,990	6,413
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,002	5,002	5,002	5,002
Umlaufvermoegen	31,110	29,084	26,462	32,705	38,994	46,898
Vorraete	0,000	0,000	1,019	1,688	1,937	2,131
Forderungen aus LuL	14,110	11,945	11,629	19,275	22,114	24,325
Sonstige Forderungen	3,558	3,279	3,550	3,550	3,550	3,550
Kasse und Wertpapiere	13,442	13,859	10,265	8,192	11,393	16,891
Sonstiges Aktiva	0,529	0,727	1,826	1,826	1,826	1,826
Summe Aktiva	44,805	43,475	44,058	54,612	60,110	67,144
Eigenkapital	24,332	28,231	28,187	35,105	40,311	47,095
Ruecklagen	24,332	28,231	28,187	35,105	40,311	47,095
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rueckstellungen	0,921	1,109	4,271	4,353	4,439	4,529
Verbindlichkeiten	17,060	11,462	10,114	13,668	13,874	14,034
Zinstragende Verbindlichkeiten	5,983	5,243	3,475	6,475	6,475	6,475
Verbindlichkeiten aus LuL	0,476	0,329	0,843	1,397	1,603	1,763
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	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	54,612	60,110	67,144

■ Bilanz in % des Gesamtvermögens

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
Anlagevermoegen	29,4	31,4	35,8	36,8	32,1	27,4
Immaterielle Vermoegensgegenstaende	20,3	21,9	24,7	17,6	13,8	10,4
Sachanlagen	9,0	9,5	11,1	10,0	10,0	9,6
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	9,2	8,3	7,4
Umlaufvermoegen	69,4	66,9	60,1	59,9	64,9	69,8
Vorraete	0,0	0,0	2,3	3,1	3,2	3,2
Forderungen aus LuL	31,5	27,5	26,4	35,3	36,8	36,2
Sonstige Forderungen	7,9	7,5	8,1	6,5	5,9	5,3
Kasse und Wertpapiere	30,0	31,9	23,3	15,0	19,0	25,2
Sonstiges Aktiva	1,2	1,7	4,1	3,3	3,0	2,7
Summe Aktiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenkapital	54,3	64,9	64,0	64,3	67,1	70,1
Ruecklagen	54,3	64,9	64,0	64,3	67,1	70,1
Anteile Dritter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rueckstellungen	2,1	2,6	9,7	8,0	7,4	6,7
Verbindlichkeiten	38,1	26,4	23,0	25,0	23,1	20,9
Zinstragende Verbindlichkeiten	13,4	12,1	7,9	11,9	10,8	9,6
Verbindlichkeiten aus LuL	1,1	0,8	1,9	2,6	2,7	2,6
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	23,7	13,6	13,2	10,6	9,6	8,6
Sonstige Passiva	5,6	6,1	3,4	2,7	2,5	2,2
Summe Passiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

■ Kennzahlen

	2010	2011	2012	2013e	2014e	2015e
--	------	------	------	-------	-------	-------

■ Bewertungskennzahlen

Aktienkurs (in Euro)	50,00	42,75	42,75	28,51	28,51	28,51
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	89,5	76,5	76,5	51,0	51,0	51,0
Enterprise Value (in Euro Mio.)	82,4	68,1	61,0	51,1	51,1	51,1
EV/Umsatz	2,98	2,14	2,14	1,08	0,95	0,86
EV/EBITDA	10,3	7,9	7,9	5,4	4,4	3,6
EV/EBIT	12,8	10,2	10,2	7,5	5,9	4,8
P/E berichtet	20,0	16,8	16,8	10,0	7,9	6,3
P/E bereinigt	20,0	16,8	16,8	10,0	7,9	6,3
PCPS	15,1	11,4	11,4	6,5	5,3	4,5
KBV	3,7	2,7	2,7	1,5	1,3	1,1

■ Rentabilitaetskennzahlen

EBITDA-Marge	28,8%	27,1%	10,1%	20,1%	21,6%	23,6%
EBIT-Marge	23,2%	21,0%	2,8%	14,5%	16,0%	18,0%
Vorsteuer marge	22,8%	20,7%	2,9%	14,5%	16,1%	18,2%
Nettomarge	16,1%	14,4%	2,4%	10,8%	11,9%	13,5%
ROE	22,6%	17,4%	2,4%	16,1%	17,1%	18,4%
ROCE	38,5%	31,2%	3,8%	20,4%	21,1%	24,8%

■ Produktivitaetskennzahlen

Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	75,7	78,4	51,6	77,4	80,8	81,2
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	12,2	11,3	1,2	8,4	9,6	11,0
Anzahl Mitarbeiter	366	405	551	609	669	733

■ Finanzkennzahlen

Eigenkapitalquote	54,3%	64,9%	64,0%	64,3%	67,1%	70,1%
Gearing	-29,3%	-29,8%	-0,3%	0,2%	-7,5%	-17,9%
Dividendenrendite	1,0%	1,2%	1,2%	2,5%	2,5%	3,1%

■ Cash-Flow Kennzahlen

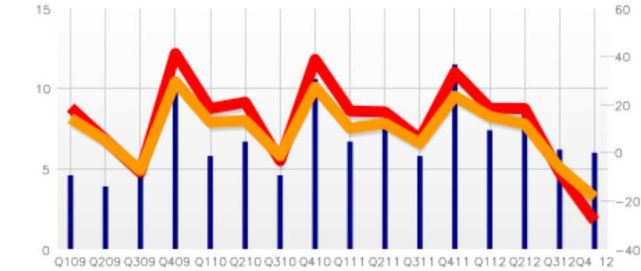
Cash-Flow pro Aktie	3,30	3,74	2,43	4,36	5,34	6,40
Free-Cash-Flow pro Aktie	1,64	2,37	1,28	3,28	4,10	5,03

■ Sonstige Kennzahlen

Abschreibungen/Umsatz	5,6%	6,1%	7,3%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	10,8%	7,7%	7,2%	4,1%	4,1%	4,1%
Working Capital/Umsatz	49,2%	36,6%	41,5%	41,5%	41,5%	41,5%
Steuerquote	29,1%	30,5%	17,6%	25,6%	25,6%	25,6%

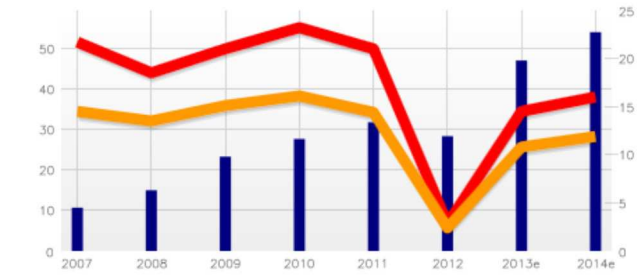
Quelle: Vara Research GmbH / Unternehmensangaben

Umsatz- und EBIT-Entwicklung (Quartalsübersicht)



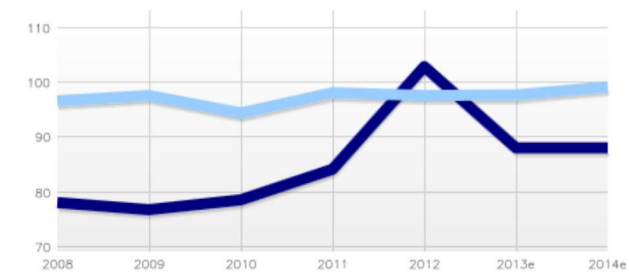
■ Umsatz in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
— EBIT-Marge in % (Linie, rechte Achse)
— Nettomarge in % (Linie, rechte Achse)

Umsatz- und EBIT-Entwicklung (Jahresübersicht)



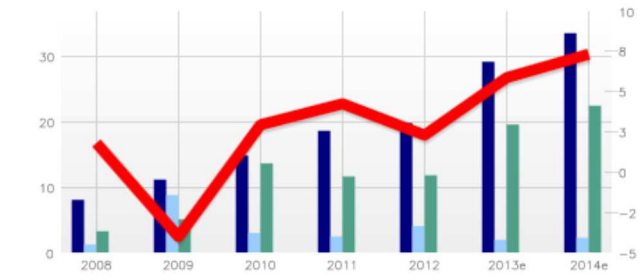
■ Umsatz in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
— EBIT-Marge in % (Linie, rechte Achse)
— Nettomarge in % (Linie, rechte Achse)

Kosteneffizienz



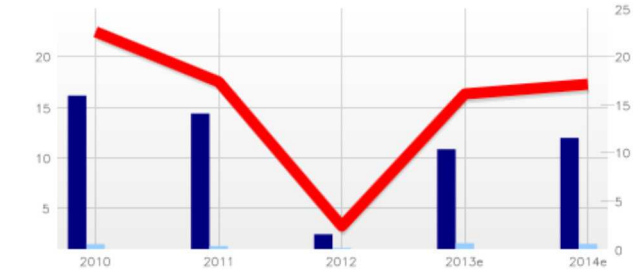
— Operative Aufwendungen / Umsatz (Linie, linke Achse)
— Rohertagsmarge in % (Linie, linke Achse)

Operativer Cash Flow



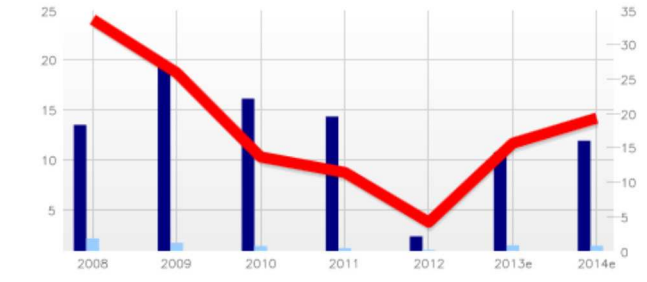
■ Personalaufwand in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
■ Capex in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
■ Delta Netto Working Capital in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
— Free-Cash-Flow in Euro Mio. (Linie, rechte Achse)

ROE



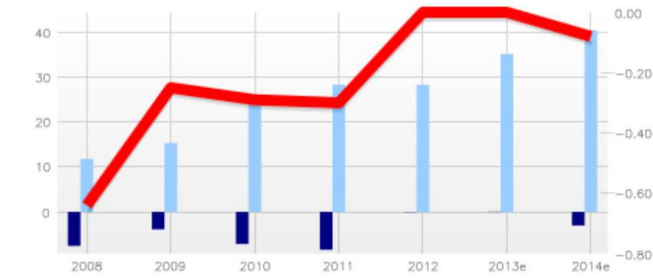
■ Nettomarge in % (Säule, linke Achse)
■ EK Umschlagshäufigkeit (Säule, linke Achse)
— ROE in % (Linie, rechte Achse)

Wertschöpfung



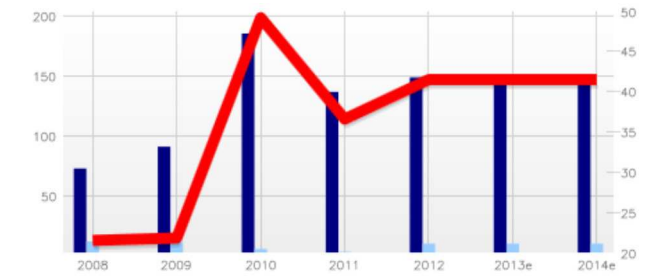
■ Nettomarge in % (Säule, linke Achse)
■ EK Umschlagshäufigkeit (Säule, linke Achse)
— EBITDA/Enterprise Value (Linie, rechte Achse)

Bilanzqualität



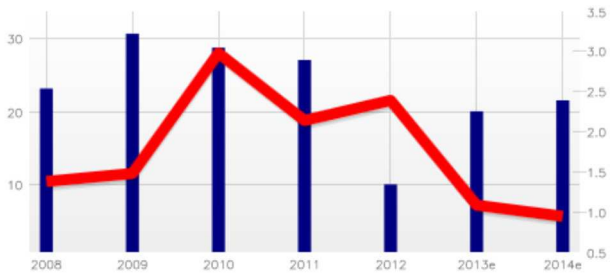
■ Nettoverschuldung in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
■ Eigenkapital in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
— Netto Gearing (Linie, rechte Achse)

Working Capital Effizienz



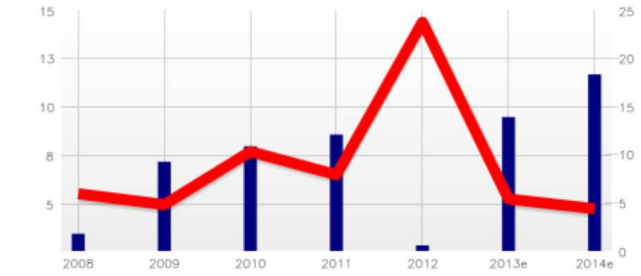
■ DSO (Säule, linke Achse)
■ DPO (Säule, linke Achse)
— Netto Working Capital/Umsatz (Linie, rechte Achse)

EV/Umsatz



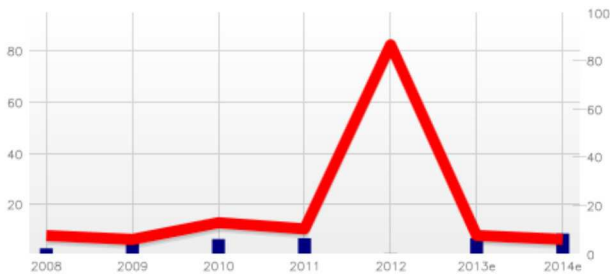
■ EBITDA-Marge in % (Säule, linke Achse)
 ■ EV/Umsatz (Linie, rechte Achse)

EV/EBITDA



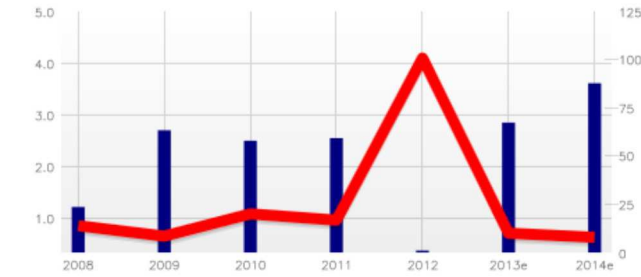
■ EBITDA in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ EV/EBITDA (Linie, rechte Achse)

EV/EBIT



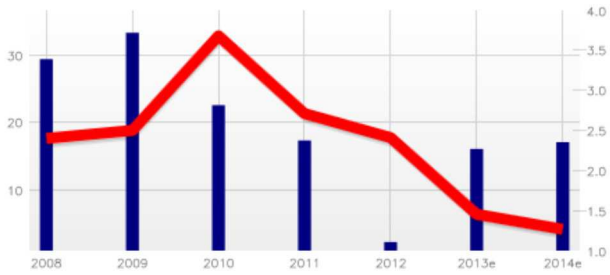
■ EBIT in Euro Mio. (Säule, linke Achse)
 ■ EV/EBIT (Linie, rechte Achse)

KGV bereinigt



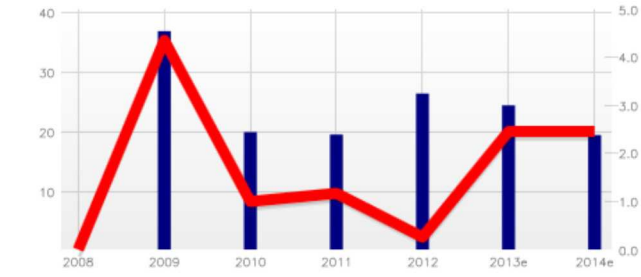
■ EPS bereinigt in Euro (Säule, linke Achse)
 ■ KGV bereinigt (Linie, rechte Achse)

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, Benjamin Ludacka, 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	14.12.2009	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
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

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:
(13.05.2013)**

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von
Finanzinstrumenten:
(Kurs vom 13.05.2013)**

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.