

Datum **16.05.2011**

Kaufen (alt: Halten)
PT: € 56,45 (alt: € 55,70)

Änderungen

	2010		2011E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	27,7	2,3%	32,2	2,5%
EBIT	6,4	22%	6,4	2,5%
EPS	2,50	17%	2,58	0%
EPS*	2,50	17%	2,58	0%
DPS	0,50	-25%	0,55	-32%

*bereinigt

Homepage: www.gksoftware.de

Branche: IT/Software

ISIN DE0007571424

Bloomberg	GKS:GR
Reuters	GKSG
Preis (13.05.11):	€ 49,00
Marktkapitalisierung	€ 88 Mio.
EV	€ 80 Mio.
Ø-Volumen (100 Tage)	€ 34.222
52W Hoch	€ 59,10
52W Tief	€ 39,01
Streubesitz	42,6 %

Finanzkalender

26.05.2011	Q1 Bericht
16.06.2011	HV
30.08.2011	Hj.-Bericht

Aktionärsstruktur

GK Software Holding	52,33%
R. Gläß	2,95%
S. Kronmüller	2,09%

Kursentwicklung



Quelle: Onvista

Michael Vara

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

Daniel Grossjohann

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

GK SOFTWARE AG

Chance-/Risikoprofil dreht ins Positive

Mit den 2010er Zahlen hat GK SOFTWARE unsere Erwartungen übertroffen, dementsprechend haben wir auch die 2011er Schätzungen leicht angehoben. Mit der Fertigstellung des Piloten im Großprojekt bei EDEKA („proof of concept“), zusammen mit dem Kooperationspartner SAP ist der Startschuss für weitere Gemeinschaftsprojekte gefallen. Da die GK-Lösungen in unseren Augen für SAP eine erhebliche Erweiterung des Angebotsportfolios für die Retail-Industrie sind, ist es für uns vor allem eine Frage wie zügig, in welchem Umfang und mit welcher Frequenz beide Unternehmen gemeinsame Projekte durchführen werden. Mit dem starken Kursanstieg Ende 2009 nahm der Kapitalmarkt die SAP-Kooperation vorweg. Auf Basis der zwölfmonatigen Seitwärtsbewegung bietet die Aktie mit einem dynamischen KGV (2010 bis 2012) von 0,98 wieder ein vorteilhaftes Chance-/Risikoprofil, insbesondere weil die von uns erwarteten Wachstumsraten noch Raum für positive Überraschungen durch zusätzliche Projekte aus der SAP-Kooperation bieten.

Investment Highlights

- Wachstum bleibt auf hohem Niveau, bei stabilen Margen. Mit einem Umsatz von € 27,7 Mio. (+19%) und einer EBIT-Marge von 23,2% hat GK SOFTWARE das Geschäftsjahr oberhalb des Zielkorridors abgeschlossen. Die EBIT-Marge profitierte hierbei von der teilweisen Auflösung einer ursprünglich vorgenommenen Wertberichtigung. Wir gehen von weiterhin zweistelligen Zuwachsraten für die Jahre 2011 (16%) und 2012 (20%) aus. Die EBIT-Marge erwarten wir mit 20% (2011) bzw. 19,5% (2012) jeweils am oberen Ende der vom Unternehmen angestrebten Bandbreite (18% bis 20%). In unseren Schätzungen gehen wir von einem höchstens proportionalen Anstieg der Vertriebs- und Entwicklungskosten aus. Die letzten Jahre zeigen, dass das Geschäftsmodell der GK Margen oberhalb von 20% erlaubt. Der Handel, als Endabnehmer, profitiert vom anziehenden Konsum, wodurch das Umfeld für GK SOFTWARE weiter günstig ist.
- Großauftrag und gut gefüllte Pipeline sichern das kurzfristige Wachstum. Mitte März vermeldete GK SOFTWARE die Beauftragung durch einen Sportartikelhersteller aus Herzogenaurach, der seine 2.000 Filialen mit der Lösung von GK SOFTWARE ausstatten möchte. Es wurde Stillschweigen über die weiteren Details vereinbart. Die Relation der 2.000 Filialen dieses Unternehmens zu den 19.000 bisher ausgestatteten Filialen gibt eine Indikation für die Auftragsgröße. Hierbei ist zu beachten, dass die Filialen im Vergleich zu Discountern oder Baumärkten eher mit einer unterdurchschnittlichen Kassenanzahl ausgestattet sind.

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	2,58	19,03	2,49	12,46	20,0%	17,6%
2012e	38,7	5,4	3,00	16,32	2,07	10,62	19,5%	17,8%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**„Proof of Concept“
erbracht –
SAP-Kooperation wird an
Fahrt aufnehmen**

**Dividende von € 0,50 pro
Aktie; Kriegskasse bleibt
gut gefüllt**

Auch im Ausland kommt GK SOFTWARE über den eigenen Vertrieb und wichtige Referenzen gut voran. Der russische Marktführer X5 Retail Group ist GK-Kunde und beteiligt sich aktiv an der Marktkonsolidierung. Zuletzt wurde die Nummer fünf des russischen Marktes „Kopeyka“ (5,4% Marktanteil) durch die X5 Retail Group (nun 31,7% Marktanteil) übernommen.

Kooperationspartner SAP wird nach dem im Februar 2011 erfolgreich erstellten produktiven Piloten im EDEKA-Projekt die GK-Lösungen nun wohl auch im Ausland aktiv vermarkten. So können große Handelskonzerne adressiert werden. Umgekehrt scheint unseres Erachtens die SAP die Kooperationsprodukte der GK zu benötigen, um Handelskonzerne ganzheitlich bedienen zu können. Seit der Erweiterung der Kooperation im Juli 2010 umfasst die Zusammenarbeit nicht mehr nur die beiden GK-Module „Store Device Control“ und „Offline-fähige mobile Filialprozesse“, sondern auch das Lösungspaket „Point of Sales-Lösung“.

Das Potenzial aus der SAP-Kooperation ist noch schwer abzuschätzen, da der Proof-of-Concept durch die Erstellung des produktiven Piloten erst vor wenigen Wochen abgeschlossen wurde. Wir denken jedoch, dass der Handel eine Branche ist auf den SAP einen gewissen Schwerpunkt legt und eines Themenspektrum anstrebt, wie sich an der Übernahme der SAF Simulation, Analysis and Forecasting zeigte. Zudem bestehen auf Seiten der SAP bereits zahlreiche ERP-Kundenbeziehungen mit Handelskonzernen, die nun ausgeweitet werden können. Vor diesem Hintergrund sehen wir großes Potenzial, dass sich in Teilen bereits 2011 in Neuprojekten niederschlagen dürfte. Wir schätzen, dass etwa 20% der 2010er Umsätze auf die SAP-Kooperation zurückgeführt werden können. Für 2011 gehen wir von einem ähnlichen Umsatzanteil aus, der sich 2012 ausbauen lassen dürfte. Um diese neuen Projekte flankieren zu können, wird GK sein Personal aufstocken, wir gehen für 2011 von 30 bis 40 Neueinstellungen in Implementierung und Produktentwicklung aus. Eine nachhaltig über Plan liegende Entwicklung der Kooperation würde weitere Investitionen in Implementierungskapazitäten der GK SOFTWARE erfordern.

Der Dividendenvorschlag an die Hauptversammlung 2011 beläuft sich auf € 0,50 pro Aktie (Ausschüttungsquote ca. 20%). Die Basisdividende bleibt somit unverändert gegenüber dem Vorjahr (€ 0,50 + € 0,50 Sonderdividende pro Aktie anlässlich des 20jährigen Firmenjubiläums). Damit hält sich GK Software die Möglichkeit von Zukäufen weiter offen. Wir gehen für 2011 eher von einem kleineren Zukauf aus, haben dies jedoch nicht im Modell berücksichtigt.

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatzerlöse	10,745	15,029	23,277	27,690	32,193	38,739
Bestandsveränderungen	-0,002	-1,260	-0,873	0,000	0,000	0,000
Aktiviertete Eigenleistungen	0,558	0,815	1,067	0,649	0,754	0,908
Sonstige betriebliche Erträge	0,379	0,424	0,826	1,368	1,591	1,914
Gesamtleistung	11,680	15,008	24,296	29,706	34,538	41,561
Materialaufwand	-0,486	-0,514	-0,561	-1,540	-2,833	-3,603
Rohergebnis	11,194	14,494	23,735	28,166	31,706	37,959
Personalaufwand	-6,152	-8,047	-12,117	-14,840	-17,329	-20,927
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-2,183	-2,954	-5,448	-5,344	-6,139	-7,312
EBITDA	2,859	3,493	6,171	7,982	8,238	9,720
Abschreibungen/Amortisation	-0,527	-0,719	-1,281	-1,548	-1,800	-2,166
EBIT	2,332	2,775	4,890	6,435	6,439	7,554
Finanzergebnis	-0,115	0,090	0,143	-0,128	0,060	0,022
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT	2,217	2,864	5,033	6,307	6,498	7,576
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	-1,888	-2,201
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	1,561	2,034	3,517	4,471	4,610	5,375
Bereinigungen	0,000	0,000	0,984	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	1,561	2,034	4,501	4,471	4,610	5,375
Gewichtete Anzahl Aktien	1,250	1,665	1,665	1,790	1,790	1,790
EPS	1,25	1,22	2,11	2,50	2,58	3,00
EPS bereinigt	1,25	1,22	2,70	2,50	2,58	3,00
DPS	0,64	0,00	1,00	0,50	0,55	0,65

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % des Umsatzes	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	108,7	99,9	104,4	107,3	107,3	107,3
Materialaufwand	-4,5	-3,4	-2,4	-5,6	-8,8	-9,3
Bruttoergebnis	104,2	96,4	102,0	101,7	98,5	98,0
Personalaufwand	-57,3	-53,5	-52,1	-53,6	-53,8	-54,0
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-20,3	-19,7	-23,4	-19,3	-19,1	-18,9
EBITDA	26,6	23,2	26,5	28,8	25,6	25,1
Abschreibungen/Amortisation	-4,9	-4,8	-5,5	-5,6	-5,6	-5,6
EBIT	21,7	18,5	21,0	23,2	20,0	19,5
Finanzergebnis	-1,1	0,6	0,6	-0,5	0,2	0,1
A.o. Ergebnis vor Steuern	-	-	-	-	-	-
EBT	20,6	19,1	21,6	22,8	20,2	19,6
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-6,1	-5,5	-6,5	-6,6	-5,9	-5,7
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	14,5	13,5	15,1	16,1	14,3	13,9
Bereinigungen	-	-	4,2	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	14,5	13,5	19,3	16,1	14,3	13,9

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

in € Mio.	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Anlagevermögen	3,748	4,226	12,743	13,166	14,431	15,553
Imm. Vermögensgegenstände	1,128	1,633	9,333	9,116	8,697	8,092
Sachanlagen	2,620	2,593	3,410	4,050	5,733	7,461
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	8,064	15,382	19,242	31,110	33,654	37,045
Vorräte	1,999	0,738	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	2,263	3,023	5,846	14,110	16,405	19,741
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	13,691	13,746
Sonstiges Aktiva	0,018	0,018	0,390	0,529	0,529	0,529
Summe Aktiva	11,830	19,626	32,375	44,805	48,614	53,126
Eigenkapital	2,081	11,782	15,300	24,332	28,047	32,430
Rücklagen	2,081	11,782	15,300	24,332	28,047	32,430
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,577	0,847	0,847	0,921	0,937	0,954
Verbindlichkeiten	8,388	5,803	14,953	17,060	17,138	17,251
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	0,554	0,666
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	6,541	4,021	7,455	10,601	10,601	10,601
Sonstige Passiva	0,784	1,193	1,276	2,491	2,491	2,491
Summe Passiva	11,830	19,626	32,375	44,805	48,614	53,126

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % der Bilanzsumme	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Anlagevermögen	31,7	21,5	39,4	29,4	29,7	29,3
Imm. Vermögensgegenstände	9,5	8,3	28,8	20,3	17,9	15,2
Sachanlagen	22,1	13,2	10,5	9,0	11,8	14,0
Finanzanlagen	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	68,2	78,4	59,4	69,4	69,2	69,7
Vorräte	16,9	3,8	-	-	-	-
Forderungen aus LuL	19,1	15,4	18,1	31,5	33,7	37,2
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	28,2	25,9
Sonstiges Aktiva	0,2	0,1	1,2	1,2	1,1	1,0
Summe Aktiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenkapital	17,6	60,0	47,3	54,3	57,7	61,0
Rücklagen	17,6	60,0	47,3	54,3	57,7	61,0
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Rückstellungen	4,9	4,3	2,6	2,1	1,9	1,8
Verbindlichkeiten	70,9	29,6	46,2	38,1	35,3	32,5
Zinstragende Verbindlichkeiten	11,6	6,4	20,8	13,4	12,3	11,3
Verbindlichkeiten aus LuL	4,0	2,7	2,4	1,1	1,1	1,3
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	55,3	20,5	23,0	23,7	21,8	20,0
Sonstige Passiva	6,6	6,1	3,9	5,6	5,1	4,7
Summe Passiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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	4,2	4,3
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,0	-2,6	-9,4	-2,7	-3,1	-3,3
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	0,2	0,1
Flüssige Mittel am Ende der Periode	2,9	8,9	10,6	13,4	13,7	13,7

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen*

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e
Bewertungskennzahlen						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	-	28,31	38,30	89,50	87,71	87,71
Enterprise Value (in Euro Mio.)	-	20,71	34,38	82,04	80,25	80,25
EV/Umsatz	-	1,38	1,48	2,96	2,49	2,07
EV/EBITDA	-	5,93	4,81	10,28	9,74	8,26
EV/EBIT	-	7,46	5,85	12,75	12,46	10,62
KGV (berichtet)	-	13,92	10,89	20,02	19,03	16,32
KGV (bereinigt)	-	13,92	8,51	20,02	19,03	16,32
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	-	9,36	7,98	15,13	13,65	11,61
Kurs/Buchwert	-	2,40	2,50	3,68	3,13	2,70
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	26,6%	23,2%	30,7%	28,8%	25,6%	25,1%
EBIT-Marge	21,7%	18,5%	25,2%	23,2%	20,0%	19,5%
Vorsteueremarge	20,6%	19,1%	25,8%	22,8%	20,2%	19,6%
Nettomarge	14,5%	13,5%	19,3%	16,1%	14,3%	13,9%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	12,0%	n.m.	10,6%	10,4%	11,0%
ROE	88,7%	29,3%	33,2%	22,6%	17,6%	17,8%
Produktivitätskennzahlen						
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	11,7	12,6
Anzahl Mitarbeiter	140	189	291	366	395	426
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	17,6%	60,0%	47,3%	54,3%	57,7%	61,0%
Gearing	-70,9%	-64,1%	-25,3%	-29,3%	-26,2%	-22,8%
Dividendenrendite	-	0,0%	4,3%	1,0%	1,1%	1,3%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	1,57	1,82	2,88	3,30	3,59	4,22
Free-Cash-Flow pro Aktie	-0,52	1,09	-2,41	1,64	1,88	2,39
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	4,9%	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%
Capex/Umsatz	24,3%	8,1%	37,8%	10,8%	9,5%	8,5%
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	14.05.2009	Kaufen	€ 21,60
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

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:
(16.05.2011)

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
(Schlusskurse vom 13.05.2011)

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.