

Datum **14.12.2011**

**Kaufen** (alt: Kaufen)  
**PT: € 53,45** (alt: € 53,45)

### Änderungen

	2011E		2012E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	32,2	0%	37,3	0%
EBIT	6,4	0%	7,5	0%
EPS	2,60	0%	3,02	0%
EPS*	2,60	0%	3,02	0%
DPS	0,56	0%	0,65	0%

\*bereinigt

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

Branche: IT/Software

ISIN	DE0007571424
Bloomberg	GKS:GR
Reuters	GKSG
Preis (13.12.11):	€ 40,00
Marktkapitalisierung	€ 72 Mio.
EV	€ 57,5 Mio.
Ø-Volumen (100 Tage)	€ 45.701
52W Hoch	€ 54,00
52W Tief	€ 33,32
Streubesitz	42,5 %

### Finanzkalender

24.04.2012	GB 2011
24.05.2012	Q1-Bericht
28.06.2012	Hauptversammlung

### Aktionärsstruktur

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

### Kursentwicklung



Quelle: OnVista

### 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

### Prognose bestätigt

In den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres gelang es der GK SOFTWARE den Umsatz um 18% auszubauen, das EBIT wuchs überproportional um 21%. Der deutsche Einzelhandel, als Kundensegment für die GK-Produkte, steuert mit einem Wachstum von voraussichtlich 2% in 2011 auf ein Rekordjahr zu. Die Nachfrage nach den GK-Lösungen ist aber auch von technischen Aspekten und von in Teilen überalterten IT-Lösungen im Handel getrieben. 2012 dürfte sich daher in unseren Augen das zweistellige Wachstum der GK fortsetzen, weil dann auch verstärkt Effekte aus der Partnerschaft mit SAP beobachtet werden dürften. Auch wenn sich die GK-Aktie gegenüber den Tiefstständen zu Beginn des vierten Quartals um etwa 20% erholt hat, sehen wir weiteres Potenzial. Fundamental ist die Aktie mit einem KGV von 15,4 bei deutlich zweistelligen Wachstumsraten (2010-2014e CAGR: 18,7%) weiterhin ein Kauf.

### Investment Highlights

- Der Umsatz nach neun Monaten stieg um 18,6%, während die Gesamtleistung um 21,6% zulegen. Mit einem Ausbau der Mitarbeiterzahl (+23,6% zum 30.9.) rüstet sich GK für künftiges Wachstum. Gerade vor dem Hintergrund der Integration und Einarbeitung der neuen Mitarbeiter, die vornehmlich für Softwareentwicklung und Projektmanagement eingestellt wurden, ist die Verteidigung der EBIT-Marge (12,7% bezogen auf die Gesamtleistung) bemerkenswert.
- Bei einer näheren Betrachtung des Umsatzmixes fällt auf, dass die Dienstleistungserlöse, die einen Großteil der Umsätze stellen, in den ersten neun Monaten 2011 auch am stärksten zulegten (+59,1% auf € 11,9 Mio.). Die Wartungserlöse, die von der wachsenden Anzahl der Installationen profitieren, wuchsen auf € 4,74 Mio. (+31,3%) an. Alleine die Lizenzen sehen auf den ersten Blick mit einem Rückgang auf € 1,75 Mio. (-37,5%) schwach aus, allerdings wird GK hier durch die zeitliche Struktur der aktuellen Projekte in Q4 2011 gegenüber dem Vorjahr noch deutlich aufholen.
- Der Fachverband HDE blieb angesichts der Unsicherheiten der Schuldenkrise ohne Prognose für das Wachstum des Einzelhandels 2012. Wie die Herbstbefragung zeigte, ist die Stimmung im Einzelhandel aber weiterhin gut, lediglich 3% der Händler rechnen mit einer Verschlechterung der eigenen wirtschaftlichen Situation. Ebenfalls nur 3% der Händler planen die Investitionen zurückzufahren, allerdings wollen nun mehr Händler ihre Budgets unverändert lassen als noch in der Frühjahrsbefragung.
- Ausblick: Das Unternehmen geht unverändert von einem Umsatz zwischen € 30,5 Mio. und € 31,5 Mio. aus. Zielkorridor für die EBIT-Marge sind 18% bis 20%. Wir sehen das Unternehmen leicht über diesen Werten bzw. am oberen Ende der Bandbreite.

### Kennzahlen

	Umsatz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
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	15,41	1,79	8,93	20,0%	17,7%
2012e	37,3	5,4	3,02	13,26	1,54	7,70	20,0%	17,8%
2013e	45,7	6,9	3,86	10,37	1,26	6,00	21,0%	19,5%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

## Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>15,029</b>	<b>23,277</b>	<b>27,690</b>	<b>32,191</b>	<b>37,339</b>	<b>45,656</b>
Bestandsveränderungen	-1,260	-0,873	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktiviere Eigenleistungen	0,815	1,067	0,649	1,418	1,645	2,012
Sonstige betriebliche Erträge	0,424	0,826	1,368	1,476	1,712	2,093
<b>Gesamtleistung</b>	<b>15,008</b>	<b>24,296</b>	<b>29,706</b>	<b>35,085</b>	<b>40,696</b>	<b>49,761</b>
Materialaufwand	-0,514	-0,561	-1,540	-1,338	-1,552	-1,442
<b>Rohergebnis</b>	<b>14,494</b>	<b>23,735</b>	<b>28,166</b>	<b>33,746</b>	<b>39,143</b>	<b>48,319</b>
Personalaufwand	-8,047	-12,117	-14,840	-19,072	-22,122	-27,490
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-2,954	-5,448	-5,344	-6,436	-7,466	-9,054
<b>EBITDA</b>	<b>3,493</b>	<b>6,171</b>	<b>7,982</b>	<b>8,238</b>	<b>9,555</b>	<b>11,775</b>
Abschreibungen/Amortisation	-0,719	-1,281	-1,548	-1,800	-2,087	-2,187
<b>EBIT</b>	<b>2,775</b>	<b>4,890</b>	<b>6,435</b>	<b>6,438</b>	<b>7,468</b>	<b>9,588</b>
Finanzergebnis	0,090	0,143	-0,128	0,113	0,143	0,147
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>2,864</b>	<b>5,033</b>	<b>6,307</b>	<b>6,551</b>	<b>7,611</b>	<b>9,735</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,830	-1,516	-1,836	-1,904	-2,212	-2,829
Anteile Dritter	0,000	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>4,648</b>	<b>5,400</b>	<b>6,906</b>
Bereinigungen	0,000	0,984	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	2,034	4,501	4,471	4,648	5,400	6,906
Gewichtete Anzahl Aktien	1,665	1,665	1,790	1,790	1,790	1,790
<b>EPS</b>	<b>1,22</b>	<b>2,11</b>	<b>2,50</b>	<b>2,60</b>	<b>3,02</b>	<b>3,86</b>
EPS bereinigt	1,22	2,70	2,50	2,60	3,02	3,86
DPS	0,00	1,00	0,50	0,56	0,65	0,80

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % des Umsatzes	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<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	99,9	104,4	107,3	109,0	109,0	109,0
Materialaufwand	-3,4	-2,4	-5,6	-4,2	-4,2	-3,2
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>96,4</b>	<b>102,0</b>	<b>101,7</b>	<b>104,8</b>	<b>104,8</b>	<b>105,8</b>
Personalaufwand	-53,5	-52,1	-53,6	-59,2	-59,2	-60,2
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-19,7	-23,4	-19,3	-20,0	-20,0	-19,8
<b>EBITDA</b>	<b>23,2</b>	<b>26,5</b>	<b>28,8</b>	<b>25,6</b>	<b>25,6</b>	<b>25,8</b>
Abschreibungen/Amortisation	-4,8	-5,5	-5,6	-5,6	-5,6	-4,8
<b>EBIT</b>	<b>18,5</b>	<b>21,0</b>	<b>23,2</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>	<b>21,0</b>
Finanzergebnis	0,6	0,6	-0,5	0,4	0,4	0,3
A.o. Ergebnis vor Steuern	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>19,1</b>	<b>21,6</b>	<b>22,8</b>	<b>20,4</b>	<b>20,4</b>	<b>21,3</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-5,5	-6,5	-6,6	-5,9	-5,9	-6,2
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoergebnis</b>	<b>13,5</b>	<b>15,1</b>	<b>16,1</b>	<b>14,4</b>	<b>14,5</b>	<b>15,1</b>
Bereinigungen	-	4,2	-	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	13,5	19,3	16,1	14,4	14,5	15,1

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Bilanz

in € Mio.	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>4,226</b>	<b>12,743</b>	<b>13,166</b>	<b>14,536</b>	<b>15,726</b>	<b>16,745</b>
Imm. Vermögensgegenstände	1,633	9,333	9,116	8,697	8,092	7,652
Sachanlagen	2,593	3,410	4,050	5,839	7,633	9,093
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>15,382</b>	<b>19,242</b>	<b>31,110</b>	<b>33,361</b>	<b>36,641</b>	<b>41,469</b>
Vorräte	0,738	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	3,023	5,846	14,110	9,740	11,298	13,815
Sonstige Forderungen	2,765	2,759	3,558	3,558	3,558	3,558
Kasse und Wertpapiere	8,855	10,637	13,442	20,063	21,784	24,095
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,018</b>	<b>0,390</b>	<b>0,529</b>	<b>0,529</b>	<b>0,529</b>	<b>0,529</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>19,626</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>48,426</b>	<b>52,895</b>	<b>58,742</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>11,782</b>	<b>15,300</b>	<b>24,332</b>	<b>28,085</b>	<b>32,484</b>	<b>38,229</b>
Rücklagen	11,782	15,300	24,332	28,085	32,484	38,229
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,847</b>	<b>0,847</b>	<b>0,921</b>	<b>0,937</b>	<b>0,954</b>	<b>0,972</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,803</b>	<b>14,953</b>	<b>17,060</b>	<b>16,913</b>	<b>16,966</b>	<b>17,051</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	1,256	6,724	5,983	5,983	5,983	5,983
Verbindlichkeiten aus LuL	0,526	0,774	0,476	0,329	0,381	0,466
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	4,021	7,455	10,601	10,601	10,601	10,601
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>1,193</b>	<b>1,276</b>	<b>2,491</b>	<b>2,491</b>	<b>2,491</b>	<b>2,491</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>19,626</b>	<b>32,375</b>	<b>44,805</b>	<b>48,426</b>	<b>52,895</b>	<b>58,742</b>

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % der Bilanzsumme	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>21,5</b>	<b>39,4</b>	<b>29,4</b>	<b>30,0</b>	<b>29,7</b>	<b>28,5</b>
Imm. Vermögensgegenstände	8,3	28,8	20,3	18,0	15,3	13,0
Sachanlagen	13,2	10,5	9,0	12,1	14,4	15,5
Finanzanlagen	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>78,4</b>	<b>59,4</b>	<b>69,4</b>	<b>68,9</b>	<b>69,3</b>	<b>70,6</b>
Vorräte	3,8	-	-	-	-	-
Forderungen aus LuL	15,4	18,1	31,5	20,1	21,4	23,5
Sonstige Forderungen	14,1	8,5	7,9	7,3	6,7	6,1
Kasse und Wertpapiere	45,1	32,9	30,0	41,4	41,2	41,0
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</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>60,0</b>	<b>47,3</b>	<b>54,3</b>	<b>58,0</b>	<b>61,4</b>	<b>65,1</b>
Rücklagen	60,0	47,3	54,3	58,0	61,4	65,1
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Rückstellungen</b>	<b>4,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>29,6</b>	<b>46,2</b>	<b>38,1</b>	<b>34,9</b>	<b>32,1</b>	<b>29,0</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,4	20,8	13,4	12,4	11,3	10,2
Verbindlichkeiten aus LuL	2,7	2,4	1,1	0,7	0,7	0,8
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	20,5	23,0	23,7	21,9	20,0	18,0
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>6,1</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</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.)	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	1,4	5,7	1,7	10,7	6,0	6,7
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-2,6	-9,4	-2,7	-3,2	-3,3	-3,2
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	7,1	5,5	3,8	-0,9	-1,0	-1,2
Veränderung der Zahlungsmittel	5,9	1,8	2,8	6,6	1,7	2,3
Flüssige Mittel am Ende der Periode	8,9	10,6	13,4	20,1	21,8	24,1

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

## Kennzahlen\*

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	28,31	38,30	89,50	71,60	71,60	71,60
Enterprise Value (in Euro Mio.)	20,71	34,38	82,04	57,52	57,52	57,52
EV/Umsatz	1,38	1,48	2,96	1,79	1,54	1,26
EV/EBITDA	5,93	4,81	10,28	6,98	6,02	4,88
EV/EBIT	7,46	5,85	12,75	8,93	7,70	6,00
KGV (berichtet)	13,92	10,89	20,02	15,41	13,26	10,37
KGV (bereinigt)	13,92	8,51	20,02	15,41	13,26	10,37
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	9,36	7,98	15,13	11,08	9,54	7,86
Kurs/Buchwert	2,40	2,50	3,68	2,55	2,20	1,87
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>						
EBITDA-Marge	23,2%	30,7%	28,8%	25,6%	25,6%	25,8%
EBIT-Marge	18,5%	25,2%	23,2%	20,0%	20,0%	21,0%
Vorsteueremarge	19,1%	25,8%	22,8%	20,4%	20,4%	21,3%
Nettomarge	13,5%	19,3%	16,1%	14,4%	14,5%	15,1%
Free-Cash-Flow-Marge	12,0%	n.m.	10,6%	10,2%	11,3%	12,9%
ROE	29,3%	33,2%	22,6%	17,7%	17,8%	19,5%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	79,7	80,0	75,7	75,5	75,0	82,6
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	10,8	15,5	12,2	10,9	10,9	12,5
Anzahl Mitarbeiter	189	291	366	426	498	552
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	60,0%	47,3%	54,3%	58,0%	61,4%	65,1%
Gearing	-64,1%	-25,3%	-29,3%	-48,9%	-47,5%	-46,4%
Dividendenrendite	0,0%	4,3%	1,0%	1,4%	1,6%	2,0%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	1,82	2,88	3,30	3,61	4,19	5,09
Free-Cash-Flow pro Aktie	1,09	-2,41	1,64	1,84	2,36	3,30
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	4,8%	5,5%	5,6%	5,6%	5,6%	4,8%
Capex/Umsatz	8,1%	37,8%	10,8%	9,8%	8,8%	7,0%
Working Capital/Umsatz	10,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	29,0%	30,1%	29,1%	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. § 4Abs. 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

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:

**(14.12.2011)**

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

**(Schlusskurse vom 13.12.2011)**

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.