

Datum **07.05.2012**

Kaufen (alt: Kaufen)
PT: € 58,50 (alt: € 53,45)

Änderungen

	2012E		2013E	
	Neu	Delta	Neu	Delta
Ums	35,2	-5,8%	45,1	-1,2%
EBIT	7,03	-5,9%	9,47	-1,2%
EPS	2,82	-6,6%	3,78	-2,1%
EPS*	2,82	-6,6%	3,78	-2,1%
DPS	0,57	-12%	0,74	-7,5%

*bereinigt

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

ISIN DE0007571424
 Bloomberg GKS:GR
 Reuters GKSG
 Preis (03.05.12): € 42,00
 Marktkapitalisierung € 75 Mio.
 EV € 67 Mio.
 Ø-Volumen (100 Tage) € 29.500
 52W Hoch € 49,70
 52W Tief € 33,32
 Streubesitz 42,5 %

Finanzkalender

24.05.2012 Q1-Bericht
 28.06.2012 Haupt-
 versammlung
 29.08.2012 Q2-Bericht

Aktionärsstruktur

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

Kursentwicklung



Quelle: OnVista

Daniel Grossjohann
 +49 (0)69 - 61 99 33 31
grossjohann@vararesearch.de
Benjamin Ludacka
 +49 (0)69 - 61 99 33 30
ludacka@vararesearch.de
Michael Vara
 +49 (0)69 - 66 36 80 71
vara@vararesearch.de

GK SOFTWARE AG

Warten auf SAP-Großprojekte

Mit den vermeldeten 2011er Zahlen hat GK SOFTWARE unsere Erwartungen getroffen. Der Konzernumsatz lag mit € 31,8 Mio. rund 14,7% über dem Vorjahreswert. Obwohl das margenstarke Lizenzgeschäft in 2011 nur ein geringes Wachstum zeigte, gelang es GK mit der EBIT-Marge von 21% die Margen-Guidance (18%-20%) zu übertreffen. Für 2012 sehen wir eine EBIT-Marge von 20% und ein Wachstum von knapp über 10%, in denen wir zu einem gewissen Teil Umsätze durch den Vertriebspartner SAP berücksichtigt haben. Wir sind überzeugt, dass die SAP-Partnerschaft weitere Großprojekte bringen wird – vor allem weil der Nutzwert der SAP-ERP-Lösung im Handel durch die GK/Retail-Module erheblich steigt. Allerdings könnte die Akquise größerer Projekte längere Zeit in Anspruch nehmen, als zunächst von uns gedacht. Mit einem KGV von 15 hat die GK-Aktie noch Luft nach oben. Das Marktumfeld ist weiter intakt: 25% der aktuell im Einsatz befindlichen Kassensysteme sind älter als 10 Jahre.

Investment Highlights

- Wartungs- und Lizenzerlöse werden bei GK (anders als bei anderen Softwareunternehmen) getrennt ausgewiesen. Somit stellen die Lizenzerlöse (+0,2%) das reine Neugeschäft dar. In Fällen, in denen Aufträge durch SAP vermittelt wurden erhält SAP eine Vertriebsprovision, die die ausgewiesenen Lizenzerlöse schmälern. Wir gehen daher davon aus, dass das reale Neugeschäft der GK in 2011 im hohen einstelligen Prozentbereich gewachsen ist.
- Die Wartungserlöse erreichten 2011 € 8,75 Mio. (+ 25,8%) und profitierten dabei vom Wachstum der installierten Basis. Mit einem Bestandszuwachs um 38,5% bzw. 35.000 neu installierten Systemen in 2011, ist weiteres Wachstum im Wartungsgeschäft für 2012 vorgezeichnet. Auch die Dienstleistungsumsätze zeigten 2011 mit € 14,5 Mio. (+27,8% ggü. Vorjahr) ein dynamisches Wachstum. 2011 hatte GK die Mitarbeiterzahl um 17% erhöht, wird dies in 2012 jedoch nicht in diesem Tempo fortsetzen. Wir gehen davon aus, dass die GK-Berater sich bei einem Anziehen der SAP-Projekte auf Change Requests konzentrieren. Die geschulten Berater der Partner könnten die Basisparametrisierung der Installationen vornehmen. Hierdurch wäre es GK in unseren Augen möglich einen sprunghaften Anstieg der Aufträge zu bewältigen, ohne selbst einen großen Fixkostenblock aufzubauen.
- Ausblick: Der offizielle Ausblick der GK SOFTWARE spricht von weiterem Umsatzwachstum in 2012 und 2013 bei EBIT-Margen zwischen 18% und 20%. Dies steht unter dem Vorbehalt, dass sich das Makroumfeld nicht deutlich verschlechtert. GK war auch in den vergangenen Jahren konservativ bezogen auf den Ausblick. Wir gehen für 2012 nun von niedrigen zweistelligen Umsatzzuwächsen und einer EBIT-Marge um 20% aus. Das Geschäftsmodell hat gezeigt, dass dies gut erreichbar ist.

Kennzahlen

	Um- satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/ Sales	EV/ EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2010	27,7	4,5	2,50	20,0	2,96	12,75	23,2%	22,6%
2011	31,8	4,6	2,55	16,1	2,14	10,21	21,0%	18,1%
2012e	35,1	5,0	2,82	15,0	1,91	9,56	20,0%	16,7%
2013e	45,1	6,8	3,78	11,2	1,49	7,09	21,0%	19,2%
2014e	54,4	8,2	4,56	9,3	1,23	5,88	21,0%	19,6%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

Für die Zukunft gerüstet

Umbruch im
Hardwaregeschäft

Konsolidierung auch
unter
Softwareherstellern im
Gang

Die F&E-Ausgaben der GK SOFTWARE sind in 2011 deutlich angezogen. Die aktivierten Entwicklungskosten beliefen sich auf 1,49 Mio. (Vorjahr: € 0,65 Mio.), die sofort als Aufwand erfassten Forschungskosten stiegen auf € 0,615 Mio. (Vorjahr: € 0,157 Mio.). Hintergrund sind Entwicklungen für die Waagenlösung OpenScale, die mobile Kasse und die Anpassung der Module für SAP. Zudem wurde GK/Retail auf die Betriebssysteme iOS (Apple) und Android angepasst.

Mit einer Gewinnwarnung hat Wincor Nixdorf jüngst die Märkte überrascht. Der Rückschluss, dass Handelsunternehmen nun weniger für Hardware (und damit möglicherweise auch Software) ausgeben ist jedoch nicht richtig. Der US-amerikanische Wincor-Wettbewerber NCR hat jüngst sogar die 2012er Prognose angehoben, somit scheint es vielmehr als verschoben sich lediglich Marktanteile im Hardwaregeschäft. In dieses Bild fügt sich auch die Meldung, dass IBM sein Kassenhardwaregeschäft an Toshiba verkaufen will. Sollte dieses Geschäft zustande kommen entstünde ein weiterer großer Spieler im Markt. Eine direkte Gefahr für GK SOFTWARE sehen wir hierin nicht, da die Software GK/Retail hardwareunabhängig ist. Unserer Einschätzung nach würde sich am Status der IBM als Servicepartner der GK SOFTWARE durch den Verkauf der Kassensparte an Toshiba nichts ändern: Vertragspartner der GK ist das IT-Service-Geschäft der IBM.

Analog zum Umbruch im Hardwaregeschäft vollzieht sich auch unter den kleinen Softwareanbietern, die oftmals Nischen des Handels mit ihren Lösungen bedienen, eine Konsolidierung. GK SOFTWARE will hier eine aktive Rolle spielen und hat dies mit der Übernahme der Solquest GmbH (in 2009) auch unter Beweis gestellt. Sinnhaft sind Übernahmen für GK insbesondere, wenn Technologien erworben werden können, die sich in die Standardlösung GK/Retail integrieren lassen, spezielle Branchenexpertise oder ein interessanter Kundenstamm. Nicht von Interesse ist dagegen der Erwerb einer Plattform die parallel zu GK/Retail weiterentwickelt werden müsste.

Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	23,277	27,690	31,753	35,150	45,103	54,416
Bestandsveränderungen	-0,873	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Aktiviertete Eigenleistungen	1,067	0,649	1,489	1,648	2,115	2,551
Sonstige betriebliche Erträge	0,826	1,368	0,729	0,807	1,035	1,249
Gesamtleistung	24,296	29,706	33,971	37,604	48,253	58,217
Materialaufwand	-0,561	-1,540	-0,611	-1,202	-1,091	-1,317
Rohergebnis	23,735	28,166	33,360	36,402	47,161	56,900
Personalaufwand	-12,117	-14,840	-18,601	-20,591	-26,862	-32,483
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-5,448	-5,344	-6,158	-6,816	-8,672	-10,387
EBITDA	6,171	7,982	8,601	8,995	11,628	14,029
Abschreibungen/Amortisation	-1,281	-1,548	-1,947	-1,965	-2,157	-2,602
EBIT	4,890	6,435	6,654	7,030	9,472	11,427
Finanzergebnis	0,143	-0,128	-0,085	0,143	0,147	0,161
A.o. Ergebnis vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
EBT	5,033	6,307	6,569	7,173	9,619	11,589
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-1,516	-1,836	-2,005	-2,125	-2,849	-3,433
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nettoergebnis	3,517	4,471	4,564	5,048	6,770	8,156
Bereinigungen	0,984	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	4,501	4,471	4,564	5,048	6,770	8,156
Gewichtete Anzahl Aktien	1,665	1,790	1,790	1,790	1,790	1,790
EPS	2,11	2,50	2,55	2,82	3,78	4,56
EPS bereinigt	2,70	2,50	2,55	2,82	3,78	4,56
DPS	1,00	0,50	0,50	0,57	0,74	0,89

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % des Umsatzes	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Umsatzerlöse	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Gesamtleistung	104,4	107,3	107,0	107,0	107,0	107,0
Materialaufwand	-2,4	-5,6	-1,9	-3,4	-2,4	-2,4
Bruttoergebnis	102,0	101,7	105,1	103,6	104,6	104,6
Personalaufwand	-52,1	-53,6	-58,6	-58,6	-59,6	-59,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-23,4	-19,3	-19,4	-19,4	-19,2	-19,1
EBITDA	26,5	28,8	27,1	25,6	25,8	25,8
Abschreibungen/Amortisation	-5,5	-5,6	-6,1	-5,6	-4,8	-4,8
EBIT	21,0	23,2	21,0	20,0	21,0	21,0
Finanzergebnis	0,6	-0,5	-0,3	0,4	0,3	0,3
A.o. Ergebnis vor Steuern	-	-	-	-	-	-
EBT	21,6	22,8	20,7	20,4	21,3	21,3
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-6,5	-6,6	-6,3	-6,0	-6,3	-6,3
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Nettoergebnis	15,1	16,1	14,4	14,4	15,0	15,0
Bereinigungen	4,2	-	-	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	19,3	16,1	14,4	14,4	15,0	15,0

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Bilanz

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermögen	12,743	13,166	13,664	14,008	14,014	14,021
Imm. Vermögensgegenstände	9,333	9,116	9,540	8,935	8,495	7,202
Sachanlagen	3,410	4,050	4,124	5,072	5,518	6,819
Finanzanlagen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Umlaufvermögen	19,242	31,110	29,084	32,938	38,790	45,726
Vorräte	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Forderungen aus LuL	5,846	14,110	11,945	13,223	16,967	20,471
Sonstige Forderungen	2,759	3,558	3,279	3,279	3,279	3,279
Kasse und Wertpapiere	10,637	13,442	13,859	16,436	18,544	21,976
Sonstiges Aktiva	0,390	0,529	0,727	0,727	0,727	0,727
Summe Aktiva	32,375	44,805	43,475	47,672	53,530	60,474
Eigenkapital	15,300	24,332	28,231	32,385	38,130	44,966
Rücklagen	15,300	24,332	28,231	32,385	38,130	44,966
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Rückstellungen	0,847	0,921	1,109	1,118	1,128	1,138
Verbindlichkeiten	14,953	17,060	11,462	11,497	11,601	11,697
Zinstragende Verbindlichkeiten	6,724	5,983	5,243	5,243	5,243	5,243
Verbindlichkeiten aus LuL	0,774	0,476	0,329	0,364	0,467	0,564
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	7,455	10,601	5,891	5,891	5,891	5,891
Sonstige Passiva	1,276	2,491	2,672	2,672	2,672	2,672
Summe Passiva	32,375	44,805	43,475	47,672	53,530	60,474

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

in % der Bilanzsumme	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Anlagevermögen	39,4	29,4	31,4	29,4	26,2	23,2
Imm. Vermögensgegenstände	28,8	20,3	21,9	18,7	15,9	11,9
Sachanlagen	10,5	9,0	9,5	10,6	10,3	11,3
Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Umlaufvermögen	59,4	69,4	66,9	69,1	72,5	75,6
Vorräte	-	-	-	-	-	-
Forderungen aus LuL	18,1	31,5	27,5	27,7	31,7	33,9
Sonstige Forderungen	8,5	7,9	7,5	6,9	6,1	5,4
Kasse und Wertpapiere	32,9	30,0	31,9	34,5	34,6	36,3
Sonstiges Aktiva	1,2	1,2	1,7	1,5	1,4	1,2
Summe Aktiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Eigenkapital	47,3	54,3	64,9	67,9	71,2	74,4
Rücklagen	47,3	54,3	64,9	67,9	71,2	74,4
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
Rückstellungen	2,6	2,1	2,6	2,3	2,1	1,9
Verbindlichkeiten	46,2	38,1	26,4	24,1	21,7	19,3
Zinstragende Verbindlichkeiten	20,8	13,4	12,1	11,0	9,8	8,7
Verbindlichkeiten aus LuL	2,4	1,1	0,8	0,8	0,9	0,9
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	23,0	23,7	13,6	12,4	11,0	9,7
Sonstige Passiva	3,9	5,6	6,1	5,6	5,0	4,4
Summe Passiva	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	5,7	1,7	4,7	5,8	5,3	7,4
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-9,4	-2,7	-2,7	-2,3	-2,2	-2,6
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	5,5	3,8	-1,6	-0,9	-1,0	-1,3
Veränderung der Zahlungsmittel	1,8	2,8	0,4	2,6	2,1	3,4
Flüssige Mittel am Ende der Periode	10,6	13,4	13,9	16,4	18,5	22,0

Quelle: GK SOFTWARE AG / Vara Research GmbH

Kennzahlen*

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Bewertungskennzahlen						
Marktkapitalisierung (in Euro Mio.)	38,30	89,50	76,52	75,18	75,18	75,18
Enterprise Value (in Euro Mio.)	34,38	82,04	67,91	66,56	66,56	66,56
EV/Umsatz	1,48	2,96	2,14	1,89	1,48	1,22
EV/EBITDA	4,81	10,28	7,90	7,40	5,72	4,74
EV/EBIT	5,85	12,75	10,21	9,47	7,03	5,82
KGV (berichtet)	10,89	20,02	16,07	14,89	11,11	9,22
KGV (bereinigt)	8,51	20,02	16,07	14,89	11,11	9,22
Kurs/CF pro Aktie (exkl. WC)	7,98	15,13	11,42	10,71	8,41	6,98
Kurs/Buchwert	2,50	3,68	2,71	2,32	1,97	1,67
Rentabilitätskennzahlen						
EBITDA-Marge	30,7%	28,8%	27,1%	25,6%	25,8%	25,8%
EBIT-Marge	25,2%	23,2%	21,0%	20,0%	21,0%	21,0%
Vorsteueremarge	25,8%	22,8%	21,3%	20,4%	21,3%	21,3%
Nettomarge	19,3%	16,1%	15,0%	14,4%	15,0%	15,0%
Free-Cash-Flow-Marge	n.m.	10,6%	13,4%	13,4%	15,0%	15,0%
ROE	33,2%	22,6%	18,1%	16,7%	19,2%	19,6%
Produktivitätskennzahlen						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	80,0	75,7	67,9	65,0	75,4	82,7
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	15,5	12,2	10,2	9,3	11,3	12,4
Anzahl Mitarbeiter	291	366	468	541	598	658
Finanzkennzahlen						
Eigenkapitalquote	47,3%	54,3%	64,9%	67,9%	71,2%	74,4%
Gearing	-25,3%	-29,3%	-29,8%	-33,9%	-34,3%	-36,7%
Dividendenrendite	4,3%	1,0%	1,2%	1,4%	1,8%	2,1%
Cash-Flow-Kennzahlen						
Cash-Flow pro Aktie	2,88	3,30	3,74	3,92	4,99	6,02
Free-Cash-Flow pro Aktie	-2,41	1,64	2,37	2,63	3,78	4,56
Sonstige Kennzahlen						
Abschreibungen/Umsatz	5,5%	5,6%	6,1%	5,6%	4,8%	4,8%
Capex/Umsatz	37,8%	10,8%	7,7%	6,6%	4,8%	4,8%
Working Capital/Umsatz	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Steuerquote	30,1%	29,1%	29,6%	29,6%	29,6%	29,6%

*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
GK SOFTWARE AG	14.12.2011	Kaufen	€ 53,45
GK SOFTWARE AG	06.03.2012	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:
(07.05.2012)

**4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:
(Schlusskurse vom 03.05.2012)**

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.