

Datum **31.05.2012**

**Kaufen** (alt: Kaufen)

**PT: € 22,40** (alt: €20,50)

**Änderungen**

	2012E		2013E	
	Neu	Delta	Neu	
Ums	27,7	0%	32,7	0%
EBIT	1,86	0%	2,54	0%
EPS	1,30	0%	1,64	0%
EPS*	1,30	0%	1,64	0%
DPS	0,23	0%	0,29	0%

\*bereinigt

Homepage: [www.shs-viveon.com](http://www.shs-viveon.com)  
 Branche: IT/Software

ISIN: DE000A0XFWK2  
 Bloomberg: SHWK:GR  
 Reuters: SHSGk:DE  
 Preis (28.05.12): € 14,40  
 Marktkapitalisierung: € 14,4 Mio.  
 Enterprise Value: € 12,6 Mio.  
 Ø-Volumen (100 Tage): € 15.400  
 52W Hoch: € 16,97  
 52W Tief: € 8,50  
 Streubesitz: 61 %

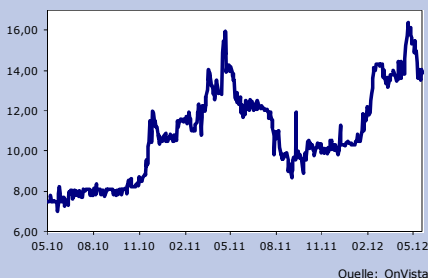
**Finanzkalender**

09.08.2012 Q2-Bericht  
 08.11.2012 Q3-Bericht  
 12.11. - EK-Forum (One-on-  
 14.11.2012 Ones)  
 5.12. - MKK  
 6.12.2012

**Aktionärsstruktur**

Aufsichtsrat 23%  
 Management 9%  
 Vorstand 7%

**Kursentwicklung**



**Daniel Großjohann**  
 +49 (0)69 – 61 99 33 31  
[grossjohann@vararesearch.de](mailto:grossjohann@vararesearch.de)

**Benjamin Ludacka**  
 +49 (0)69 – 61 99 33 30  
[ludacka@vararesearch.de](mailto:ludacka@vararesearch.de)

**SHS VIVEON AG**

**Software-related Services als Wachstumsquelle**

SHS VIVEON hat seine Strategie und Wachstumziele (von 20% p.a. bis 2015) im ersten Quartal konkretisiert. Bei den Q1-Zahlen, mit einem Umsatzanstieg von 1,8%, bleibt zu berücksichtigen, dass hier die Effekte aus der jüngst erfolgten Akquisition noch nicht sichtbar sind. Die zum 1.4.2012 erfolgte Erstkonsolidierung der neuen Tochter SHS VIVEON GmbH (40 Mitarbeiter) wird 2012 für einen Umsatzschub sorgen, aber mittelfristig auch das organische Wachstum befeuern. Zudem gelang es SHS VIVEON im ersten Quartal strategische Themen wie die Customer Cloud Services weiter voranzubringen und weitere Neukunden zu gewinnen. Wir belassen unsere Schätzungen unverändert und stufen die SHS VIVEON-Aktie bei einem KGV von unter 12 weiter als Kauf ein. Das Kursziel hat sich bedingt durch Peer-Gruppen-Effekte auf € 22,40 erhöht.

**Investment Highlights**

- SHS VIVEON verzeichnete in Q1 einen Anstieg der Gesamtleistung um 4,3%. Das EBITDA entwickelte sich hierzu in etwa proportional (+4,1%), die EBITDA-Marge lag mit 8,1% exakt auf dem Niveau des Vorjahresquartals. Das Konzernergebnis lag mit € 0,32 Mio. marginal über dem Q1 2011er Wert von € 0,31 Mio., der Grund hierfür war vor allem das verbesserte Finanzergebnis.
- Der Bereich Risk (+ 19,2%) war in Q1 der Träger des Umsatzwachstums. Wobei der Unterbereich Software mit € 1,01 Mio. sogar rückläufige Umsätze (- 9,2%) zeigte, was von den Software-related Services (Umsatz: € 2,1 Mio.; +40,4%) jedoch mehr als kompensiert wurde. Verantwortlich hierfür waren Großkunden wie BP, Shell und BMW Financial Services, die Software und Services der SHS VIVEON verstärkt auch international nutzen. Die aus dem Rechenzentrum der SHS VIVEON betriebenen Bonitätsprüfungsservices lieferten in Q1 erste Umsatzbeiträge. Zum Kreis der Neukunden zählt auch der spanische Telefonanbieter ONO.
- Der Bereich Value erzielte in Q1 Professional Services-Umsätze von € 2,68 Mio. (-8,9%). Angesichts des Projektcharakters und der geringen Basis sollte der Rückgang jedoch nicht überbewertet werden. Das Einzelhandelsunternehmen Coop und die Ecommerce Alliance AG, die über Beteiligungen an mehreren Ecommerce-Unternehmen verfügt, gehören zu den Unternehmen, die der Customer Value Bereich in Q1 als Neukunden gewinnen konnte.
- SHS VIVEON hat die eigene Strategie in Q1 2012 konkretisiert. Bis 2015 soll ein Jahresumsatz von € 48 Mio. erreicht werden. Dies entspricht einem Wachstum von ca. 20% p.a., das auf organischem und anorganischem Wege erzielt werden soll.

**Kennzahlen**

	Um-satz	JÜ ber.	EPS ber.	KGV	EV/Sales	EV/EBIT	EBIT Marge	ROE (%)
2010	21,4	1,0	0,99	8,1	0,29	4,6	6,3%	44,2%
2011	23,1	1,2	1,23	9,1	0,41	6,6	6,2%	30,9%
2012e	27,7	1,3	1,30	11,1	0,46	6,8	6,7%	25,9%
2013e	32,7	1,6	1,64	8,8	0,39	5,0	7,8%	27,0%
2014e	38,2	2,2	2,21	6,5	0,33	3,8	8,8%	29,5%

Quelle: Unternehmensangaben / Vara Research GmbH

**Hauptversammlung  
2012**

Die Präsenz auf der diesjährigen Hauptversammlung vom 23.05.2012 lag bei über 66%. Gegenanträge waren nicht eingereicht worden. Die Tagesordnungspunkte wurden ausnahmslos mit sehr hohen Zustimmungsraten (97,92% bis 100%) angenommen. Im Aufsichtsrat kam es zu einer planmäßigen, personellen Veränderung. Neu in den Aufsichtsrat eingezogen ist der Diplom-Ingenieur Achim Plate, geschäftsführender Gesellschafter der SPS Investments GmbH. Weiterhin Mitglieder des verkleinerten Aufsichtsrates sind Dirk Roesing und Prof. Jochen Tschunke. Der Rechtsanwalt Dr. Gerald Reger, Partner der Rechtsanwaltssozietät Noerr LLP, wurde von der Hauptversammlung zum Ersatzaufsichtsrat bestimmt.

## Gewinn- und Verlustrechnung

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>25,338</b>	<b>21,447</b>	<b>23,086</b>	<b>27,703</b>	<b>32,690</b>	<b>38,247</b>
Bestandsveränderungen	-0,335	-0,144	0,135	0,162	0,191	0,224
Aktiviert Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	0,645	0,685	0,189	0,227	0,267	0,313
<b>Gesamtleistung</b>	<b>25,647</b>	<b>21,988</b>	<b>23,410</b>	<b>28,092</b>	<b>33,149</b>	<b>38,784</b>
Materialaufwand	-2,475	-1,670	-2,068	-2,481	-2,928	-3,426
<b>Rohergebnis</b>	<b>23,172</b>	<b>20,317</b>	<b>21,342</b>	<b>25,611</b>	<b>30,221</b>	<b>35,358</b>
Personalaufwand	-16,830	-13,877	-14,342	-17,066	-19,785	-22,766
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-5,455	-4,631	-5,090	-6,107	-7,207	-8,432
<b>EBITDA</b>	<b>0,887</b>	<b>1,809</b>	<b>1,911</b>	<b>2,438</b>	<b>3,229</b>	<b>4,160</b>
Abschreibungen/Amortisation	-0,470	-0,451	-0,487	-0,582	-0,690	-0,807
<b>EBIT</b>	<b>0,416</b>	<b>1,359</b>	<b>1,424</b>	<b>1,856</b>	<b>2,539</b>	<b>3,353</b>
Finanzergebnis	-0,523	-0,353	-0,088	-0,198	-0,196	-0,193
A.o. Ergebnis vor Steuern	-2,460	-0,073	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>EBT</b>	<b>-2,567</b>	<b>0,932</b>	<b>1,336</b>	<b>1,658</b>	<b>2,343</b>	<b>3,160</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Ertragssteuern	-0,044	-0,016	-0,103	-0,360	-0,703	-0,948
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-2,611</b>	<b>0,917</b>	<b>1,233</b>	<b>1,298</b>	<b>1,640</b>	<b>2,212</b>
Bereinigungen	2,060	0,073	0,000	0,000	0,000	0,000
Bereinigtes Nettoergebnis	-0,551	0,990	1,233	1,298	1,640	2,212
Gewichtete Anzahl Aktien	0,79	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
<b>EPS</b>	<b>-3,29</b>	<b>0,92</b>	<b>1,23</b>	<b>1,30</b>	<b>1,64</b>	<b>2,21</b>
EPS bereinigt	-0,69	0,99	1,23	1,30	1,64	2,21
DPS	0,00	0,00	0,20	0,23	0,29	0,39

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

in % des Umsatzes	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<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	101,2	102,5	101,4	101,4	101,4	101,4
Materialaufwand	-9,8	-7,8	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0
<b>Bruttoergebnis</b>	<b>91,5</b>	<b>94,7</b>	<b>92,4</b>	<b>92,4</b>	<b>92,4</b>	<b>92,4</b>
Personalaufwand	-66,4	-64,7	-62,1	-61,6	-60,5	-59,5
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-21,5	-21,6	-22,0	-22,0	-22,0	-22,0
<b>EBITDA</b>	<b>3,5</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>	<b>10,9</b>
Abschreibungen/Amortisation	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
<b>EBIT</b>	<b>1,6</b>	<b>6,3</b>	<b>6,2</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>8,8</b>
Finanzergebnis	-2,1	-1,6	-0,4	-0,7	-0,6	-0,5
A.o. Ergebnis vor Steuern	-9,7	-0,3	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>-10,1</b>	<b>4,3</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>7,2</b>	<b>8,3</b>
A.o. Ergebnis nach Steuern	-	-	-	-	-	-
Ertragssteuern	-0,2	-0,1	-0,4	-1,3	-2,1	-2,5
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Nettoergebnis</b>	<b>-10,3</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,8</b>
Bereinigungen	8,1	0,3	-	-	-	-
Bereinigtes Nettoergebnis	-2,2	4,6	5,3	4,7	5,0	5,8

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

## Bilanz

in € Mio.	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>2,376</b>	<b>1,978</b>	<b>2,088</b>	<b>2,168</b>	<b>2,258</b>	<b>2,364</b>
Imm. Vermögensgegenstände	1,780	1,619	1,487	1,317	1,147	0,977
Sachanlagen	0,404	0,358	0,602	0,851	1,112	1,388
Finanzanlagen	0,193	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>7,568</b>	<b>5,830</b>	<b>6,534</b>	<b>7,630</b>	<b>8,995</b>	<b>10,783</b>
Vorräte	0,542	0,400	0,535	0,642	0,758	0,887
Forderungen aus LuL	4,283	2,487	3,225	3,870	4,566	5,343
Sonstige Forderungen	0,797	0,911	0,755	0,906	1,069	1,251
Kasse und Wertpapiere	1,947	2,032	2,019	2,212	2,601	3,303
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,067</b>	<b>0,044</b>	<b>0,097</b>	<b>0,097</b>	<b>0,097</b>	<b>0,097</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>10,012</b>	<b>7,851</b>	<b>8,719</b>	<b>9,895</b>	<b>11,350</b>	<b>13,244</b>
<b>Eigenkapital</b>	1,019	3,457	4,530	5,478	6,688	8,310
Rücklagen	1,019	3,457	4,530	5,478	6,688	8,310
Anteile Dritter	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Rückstellungen</b>	<b>1,901</b>	<b>1,730</b>	<b>1,762</b>	<b>1,762</b>	<b>1,762</b>	<b>1,762</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>5,129</b>	<b>1,052</b>	<b>1,387</b>	<b>1,614</b>	<b>1,859</b>	<b>2,132</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten*	4,011	0,241	0,253	0,253	0,253	0,253
Verbindlichkeiten aus LuL	0,605	0,507	0,795	0,955	1,126	1,318
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	0,512	0,304	0,339	0,406	0,480	0,561
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>1,964</b>	<b>1,612</b>	<b>1,040</b>	<b>1,040</b>	<b>1,040</b>	<b>1,040</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>10,012</b>	<b>7,851</b>	<b>8,719</b>	<b>9,895</b>	<b>11,350</b>	<b>13,244</b>

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

\*Eine 2010 begebene Unternehmensanleihe i.H.v. 900T€ ist unter sonstige Verbindlichkeiten erfasst

in % der Bilanzsumme	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Anlagevermögen</b>	<b>23,7</b>	<b>25,2</b>	<b>24,0</b>	<b>21,9</b>	<b>19,9</b>	<b>17,9</b>
Imm. Vermögensgegenstände	17,8	20,6	17,1	13,3	10,1	7,4
Sachanlagen	4,0	4,6	6,9	8,6	9,8	10,5
Finanzanlagen	1,9	-	-	-	-	-
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>75,6</b>	<b>74,3</b>	<b>74,9</b>	<b>77,1</b>	<b>79,3</b>	<b>81,4</b>
Vorräte	5,4	5,1	6,1	6,5	6,7	6,7
Forderungen aus LuL	42,8	31,7	37,0	39,1	40,2	40,3
Sonstige Forderungen	8,0	11,6	8,7	9,2	9,4	9,4
Kasse und Wertpapiere	19,4	25,9	23,2	22,4	22,9	24,9
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</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>10,2</b>	<b>44,0</b>	<b>52,0</b>	<b>55,4</b>	<b>58,9</b>	<b>62,7</b>
Rücklagen	10,2	44,0	52,0	55,4	58,9	62,7
Anteile Dritter	-	-	-	-	-	-
<b>Rückstellungen</b>	<b>19,0</b>	<b>22,0</b>	<b>20,2</b>	<b>17,8</b>	<b>15,5</b>	<b>13,3</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>51,2</b>	<b>13,4</b>	<b>15,9</b>	<b>16,3</b>	<b>16,4</b>	<b>16,1</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	40,1	3,1	2,9	2,6	2,2	1,9
Verbindlichkeiten aus LuL	6,0	6,5	9,1	9,6	9,9	10,0
Sonstige nichtzinstr. Verbindl.	5,1	3,9	3,9	4,1	4,2	4,2
<b>Sonstige Passiva</b>	<b>19,6</b>	<b>20,5</b>	<b>11,9</b>	<b>10,5</b>	<b>9,2</b>	<b>7,9</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: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

## Kapitalflussrechnung

(in € Mio.)	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Mittelzufluss aus operativer Geschäftstätigkeit	-2,771	1,644	1,311	1,204	1,599	2,205
Mittelabfluss aus Investitionstätigkeit	-0,347	-0,223	-0,609	-0,661	-0,780	-0,913
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit	3,438	-1,368	-0,698	-0,350	-0,430	-0,591
Veränderung der Zahlungsmittel	0,325	0,085	-0,013	0,193	0,389	0,702
Flüssige Mittel am Ende der Periode	1,947	2,032	2,019	2,212	2,601	3,303

Quelle: SHS VIVEON AG / Vara Research GmbH

## Kennzahlen\*

	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
<b>Bewertungskennzahlen</b>						
EV/Umsatz	0,27	0,29	0,41	0,46	0,39	0,33
EV/EBITDA	7,70	3,44	4,94	5,18	3,91	3,04
EV/EBIT	16,39	4,58	6,63	6,81	4,98	3,77
P/E berichtet	n.m.	8,74	9,08	11,09	8,78	6,51
P/E bereinigt	n.m.	8,10	9,08	11,09	8,78	6,51
PCPS	n.m.	4,87	8,54	11,96	9,00	6,53
Preis/Buchwert	n.m.	2,32	2,47	2,63	2,15	1,73
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>						
Bruttomarge	91,5%	94,7%	92,4%	92,4%	92,4%	92,4%
EBITDA-Marge	3,5%	8,4%	8,3%	8,8%	9,9%	10,9%
EBIT-Marge	1,6%	6,3%	6,2%	6,7%	7,8%	8,8%
Vorsteuermarge	-0,4%	4,7%	5,8%	6,0%	7,2%	8,3%
Nettomarge	-2,2%	4,6%	5,3%	4,7%	5,0%	5,8%
ROE	-85,3%	44,2%	30,9%	25,9%	27,0%	29,5%
ROCE	12,9%	26,5%	25,6%	28,7%	34,0%	39,1%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>						
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	111,9	119,1	118,4	113,1	123,4	132,3
Nettoerg./Mitarbeiter (in Tsd. Euro)	-2,4	5,5	6,3	5,3	6,2	7,7
Anzahl Mitarbeiter	227	180	195	245	265	289
<b>Finanzkennzahlen</b>						
Eigenkapitalquote	10,2%	44,0%	52,0%	55,4%	58,9%	62,7%
Gearing	202,6%	-51,8%	-39,0%	-19,3%	-21,7%	-25,9%
Dividendenrendite (Stammaktien)	0,0%	0,0%	1,8%	1,6%	2,0%	2,7%
<b>Cash-Flow Kennzahlen</b>						
Cash-Flow pro Aktie	-3,49	1,64	1,31	1,20	1,60	2,21
Free-Cash-Flow pro Aktie	0,00	1,52	0,82	0,54	0,82	1,29
<b>Sonstige Kennzahlen</b>						
Abschreibungen/Umsatz	1,9%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Capex/Umsatz	0,9%	1,2%	2,6%	2,4%	2,4%	2,4%
Working Capital/Umsatz	17,8%	13,9%	14,6%	14,6%	14,6%	14,6%
Steuerquote	-1,7%	1,7%	7,7%	21,7%	30,0%	30,0%

\*Basierend auf bereinigten Zahlen

Quelle: SHS VIVEON 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 Benjamin Ludacka, Analyst 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
SHS VIVEON	22.11.2010	Kaufen	€ 18,20
SHS VIVEON	26.05.2011	Kaufen	€ 18,80
SHS VIVEON	17.08.2011	Kaufen	€ 18,05
SHS VIVEON	18.11.2011	Kaufen	€ 18,05
SHS VIVEON	27.04.2012	Kaufen	€ 20,50

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.), Wirtschaftspressen (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:**

**(31.05.2012)**

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

**(Schlusskurse vom 28.05.2012)**

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 dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung dieser Publikation. Insofern erhält die Vara Research GmbH eine Vergütung.**

Der Geschäftserfolg von Vara Research GmbH basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen von Emittenten 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 insofern 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 berichtet werden, ohne dass Vara Research GmbH für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte.