

## Update

## akkumulieren

Target Price: 48,10 EUR

**Branche:** Marktforschung  
Deutschland  
**WKN:** 587530  
**Reuters:** GFKG.DE  
**Webseite:** www.gfk.de

**Kurs aktuell:** 43,08  
**Hoch** **Tief**  
**Kurs 52 W.:** 44,40 30,91  
**Marktkap. (Mio. EUR)** 1.451  
**Anzahl Aktien (in Mio.)** 35,9

## Aktionäre

**GfK Nürnberg e.V.** 56,10 %  
**Fidelity Management** 4,58 %  
**Fidelity Investment** 3,78 %  
**Artisan Partners** 1,58 %  
**Montanaro Asset Mgt** 1,51 %  
**Oddo Asset Mgt** 1,22 %

## Performance

**4 Wochen** 11,26 %  
**13 Wochen** 12,27 %  
**26 Wochen** 7,73 %  
**52 Wochen** 32,03 %  
**lfd. Jahr** 4,69 %

## Dividende

	in EUR	in %
2010	0,48	--
2011	0,65	35,42 %
2012e	0,67	3,08 %
2013e	0,79	17,91 %



Dr. Kalliwoda | Research © 2012

Dr. Norbert Kalliwoda

Phone: +49 69 97 20 58 53

E-mail: nk@kalliwoda.com

www.kalliwoda.com

## GfK SE

## Umstrukturiert und wachstumsstark

- Die GfK zählt zu den größten Marktforschungsunternehmen der Welt und beschäftigt rund 12 000 Mitarbeiter. Das Tätigkeitsspektrum der GfK erstreckt sich u.a. auf Marktforschungsleistungen über alle bedeutenden Branchen hinweg sowie auf Leistungen aus dem Dienstleistungssektor. Seit 1. Januar 2012 unterteilt das Unternehmen ihr Angebot in die zwei Sektoren, Consumer Experiences and Consumer Choices.
- Vor allem der Automobil-, Pharma- und Finanzsektor tritt gegenwärtig bei den Marktforschungsbudgets auf die Ausgabenbremse. Dank der nicht unerheblichen Bedeutung von langfristigen Verträgen bei den Panel- und Folgestudien ist die Gesellschaft allerdings weniger konjunkturanfällig als die Werbebranche.
- Verbunden mit der weltweiten Präsenz und starken Marktposition verfügt die Gesellschaft über länderspezifisches Wissen und damit einen kritischen Erfolgsfaktor, welcher den Abnehmern den Zugang zu neuen Märkten mit neuen Produkten ermöglicht.
- Trotz des kontinuierlichen Umsatzwachstums der Marktforschungsinstitute in den letzten Jahren zeichnet sich ein zunehmender Wettbewerbsdruck im internationalen Markt für Marktforschung ab. Akquisitionen und Kooperationen als Zeichen wirtschaftlicher Konzentrationsprozesse haben an Bedeutung gewonnen.
- Basierend auf unserem DCF-Modell ermitteln wir für die GfK SE Aktie einen fairen Wert von € 48,10 und empfehlen die Aktie zu akkumulieren. Die tiefgreifenden strukturellen Veränderungen und die erfolgreiche Expansion in Emerging Markets werden sich mittelfristig auszahlen. Allerdings belasten Rückstellungen in Höhe von € 21 Millionen das diesjährige Ergebnis, die auf Unregelmäßigkeiten in einer türkischen Tochter zurückzuführen sind.

EUR m	2011	2012e	2013e	2014e	2015e
<b>Umsatzerlöse</b>	1.373,92	1.514,00	1.555,05	1.601,70	1.681,79
<b>EBITDA</b>	180,55	176,97	254,05	254,55	280,07
<b>EBIT</b>	143,32	132,44	191,80	189,25	211,72
<b>Nettoergebnis</b>	88,09	64,89	130,73	130,31	149,79
<b>EPS</b>	2,06	1,78	3,59	3,58	4,12
<b>BVPS</b>	20,90	21,41	22,94	26,00	28,04
<b>CFPS</b>	4,63	3,42	5,30	5,37	5,99
<b>RoE</b>	17,74 %	15,14 %	15,65 %	13,77 %	14,68 %
<b>RoS</b>	6,41 %	4,29 %	8,41 %	8,14 %	8,91 %
<b>EBIT margin</b>	10,43 %	8,75 %	12,33 %	11,82 %	12,59 %

## Inhaltsverzeichnis

Unternehmensprofil .....	3
Geschäftsmodell.....	3
Aktuelle Entwicklung .....	5
Bewertung .....	7
Bilanzen .....	8
Gewinn- und Verlustrechnung.....	9
Kapitalflussrechnung .....	10
DCF-Modell.....	11
WACC .....	12
Fair Value – Sensitivitäten.....	12

## Unternehmensprofil

Am 1. Januar 2012 wurde die neue Unternehmensstrategie „Own the future“ eingeführt. Das Ziel der neuen Strategie ist, die bereits vorhandenen Stärken der GfK bei einzelnen Kundengruppen und in verschiedenen Regionen in der Zukunft global zu nutzen.

Der Sektor Consumer Experience untersucht das Verhalten, die Wahrnehmungen und Einstellungen der Konsumenten und hat als Ziel, die Frage „Wer, warum und wie wird konsumiert?“, zu beantworten. Dieser Sektor umfasst nicht nur den bisherigen Sektor Custom Research, sondern auch die Ad-hoc-Forschung aus dem bisherigen Sektor Media. Der Sektor beschäftigt sich mit operativen und strategischen Marketingfragestellungen aus fast allen Branchen und Märkten.

Der zweite Sektor, Consumer Choices, beschäftigt sich mit der Frage: „Was, wann und wo wird konsumiert?“ Schwerpunkt liegt hier auf der Messung von Marktgrößen und –trends. Dafür wird eine Analyse aller wesentlichen Handelskanäle inklusive der digitalen Absatz- und Informationswege sowie Medien durchgeführt. Der neue Sektor Consumer Choices umfasst die bisherigen Geschäfte des Sektors Retail and Technology sowie die TV-, Radio- und Printmessung aus dem Sektor Media.

## Geschäftsmodell

Die Umstrukturierung hat sowohl eine Harmonisierung als auch eine Anpassung der Produkte an die digitalisierte Welt als Ziel. Die neue Organisationsstruktur ermöglicht nicht nur die gemeinsame Nutzung der Daten und Ressourcen, sondern auch den Transfer von Know-how zwischen verschiedenen GfK-Experten, Kundengruppen und Regionen.

Das neue Geschäftsmodell soll für Kunden und das Unternehmen an sich vorteilhaft sein. Die neue Strategie bedeutet für Kunden eine Zusammenarbeit mit einer stark vernetzten globalen Organisation. Somit können Kunden auf GfKs Wissen, Erfahrung und Angebote besser und schneller zugreifen. Laut dem Geschäftsbericht Q1-Q3 2012 soll bis zum Jahr 2015 ein Umsatz von rund 2 Milliarden EUR mit einer Ergebnismarge von 16% erzielt werden. GfK strebt ein überdurchschnittliches branchenspezifisches organisches Wachstum an.

Ab 1. Januar 2012 wurden die bisherigen drei Sektoren Custom Research, Retail and Technology und Media in zwei neue Bereiche „Consumer Experiences“ und „Consumer Choices“ gegliedert. Damit umfasst die Organisationsstruktur der GfK Gruppe die genannten neuen Sektoren sowie den Bereich Sonstige. Die Vorjahreszahlen wurden an die neue Struktur angepasst.

Der bisherige Sektor Custom Research, der ab 1. Januar 2012 in dem Sektor Consumer Experiences integriert wurde, hat Informationsangebote als Hauptziel, welche die Kunden bei operativen und strategischen Marketingentscheidungen unterstützen. Dazu gehören Tests und Studien, welche die Produkt- und Preispolitik, Markenführung, Kommunikation und Distribution fördern. Das Portfolio umfasst sowohl kontinuierlich erhobene Daten, zum Beispiel aus Haushalts- und Ärztepanels, als auch exklusiv auf individuelle Fragestellungen zugeschnittene Ad-hoc-Studien. Dieses Angebot ermöglicht es GfK, die Produkte der Kunden während des kompletten Produktlebenszyklus zu begleiten. Von der Produktentwicklung bis zur Degenerationsphase deckt GfK alle Phasen ab und kann so langfristige Kundenbindungen aufbauen und erhalten.

Der Sektor Custom Research bietet seine Services weltweit in über 30 Ländern an und verfügt über Kooperationen in über 60 weiteren Ländern. Der Sektor umfasst folgende Segmente: Consumer Tracking, Health-Care, Automotive, Business and Technology, Financial Services, Consumer and Retail (u.a. Do-it-yourself, Mobile Content, Gardening), Other Custom Research, Custom Research Zentral- und Osteuropa, Custom Research Lateinamerika, Custom Research Asien und Pazifik sowie das Multi Segment Custom Research. Die aktuelle organisatorische Struktur und die Erstellung dieses neuen Sektors waren für die GfK Gruppe auch im Sinne von Kundengewinnung von Vorteil. Die neuen globalen Lösungen des Consumer Experiences Sektors haben geholfen, neue Kunden wie Samsung Electronics und Hyundai Motors zu gewinnen.

Der bisherige Sektor Media, der in den neuen Sektor Consumer Choices einbezogen wurde, bietet kontinuierliche und maßgeschneiderte Studien zu Reichweiten, Intensität und Nutzung von Fernsehen, Hörfunk, Print- und Onlinemedien. Die Quelle der Informationen für den Sektor Media sind die Medien Fernsehen, Hörfunk, Print, Außenwerbung und das Internet. Das Angebot richtet sich an Kunden aus Medienunternehmen, Agenturen und der Markenartikelindustrie. Es beinhaltet sowohl kontinuierliche als auch spezielle, einmalig durchgeführte, Studien und Analysen. Ein erheblicher Teil des Umsatzes im Sektor Media resultiert aus langfristigen Aufträgen mit festen Auftragsvolumina aus dem Bereich der kontinuierlichen Fernseh- und Radioreichweitenforschung. Diese gewachsenen Kundenbeziehungen bieten vielfältige Chancen. Die damit verbundene Abhängigkeit von Großkunden stellt allerdings ebenso ein wesentliches Risiko dar. Das gegenwärtig schwierige Marktumfeld, insbesondere im Printbereich, ist eine Herausforderung für den Sektor. Um diesem Risiko zu begegnen, wird hier neben einer intensiven Kundenbetreuung vor allem auf die Markteinführung neuer Produkte gesetzt.

Der Medienmarkt war in den letzten Jahren geprägt von umfassenden Veränderungen. Neue Empfangstechnologien, Digitalisierung und geändertes Fernsehverhalten stellen insbesondere die TV-Nutzungsmessung vor komplexe Herausforderungen. So nimmt beispielsweise das mobile TV-Angebot immer mehr zu. Die GfK ist auf diesem Gebiet bereits sehr gut positioniert und sieht hier ein großes Chancenpotential für die Zukunft. Als großer Erfolg kann auch der Neuauftrag des Verbandes Commercial Radio Australia (CRA) zur Messung der Einschaltquoten gewertet werden. Es ist der erste Auftrag dieser Art in der Region Asien/Pazifik für die GfK, was das Bestreben nach globaler Expansion untermauert. Außerdem konnte die GfK die Konkurrenz mit Ihrem Angebot ausstechen.

Der bisherige Sektor Retail and Technology, der ab dem 1. Januar 2012 in dem Sektor Consumer Choices einbezogen wurde, ist der Star der Gesellschaft. GfK ist im Sektor Retail and Technology der weltweit führende Anbieter. In der durch Abhängigkeit von Großkunden und Datenlieferanten geprägten Risikosituation ist sie gut aufgestellt. Die GfK zeichnet sich hier vor allem durch ihr globales Netzwerk auf Basis eines einheitlichen Produktions- und Reportingsystems sowie durch ihren großen eigenen Datenbestand aus. Die kontinuierliche Vergrößerung des technologischen Vorsprungs am Markt sowie die systematische Ausweitung des Dienstleistungsangebots und die konsequente globale Expansion sind die strategischen Eckpfeiler, mit denen der Sektor seine Chancen zur weiteren Festigung der Marktposition nutzen will.

Im Sektor Consumer Choices schritt im Geschäftsjahr 2012 der Roll-out des NIS-Projekt voran. Es besteht schon ein globaler Rahmenvertrag mit einem der größten Netzbetreiber und die ersten vermarktungsfähigen Daten sollen am Ende des Jahres vorliegen. Vertragsverhandlungen mit einem weiteren Anbieter aus den USA sind ebenfalls auf dem Weg. Zukünftige Wachstumsimpulse sollen dank der Investitionen in neue Produktangebote und verbesserte Systeme stattfinden. Ein Beispiel ist der Ausbau der Produktionsplattform StarTrack. GfK hat im Jahr 2012 5 Mio. EUR mehr als im Vorjahr investiert, um zukünftig neue Wachstumsbranchen zu erschließen sowie neue Informationsdienstleistungen rund um die Nutzung mobiler Endgeräte anbieten zu können.

Für die Rollout von NIS und weiterer Projekte, sowie für den Ausbau der StarTrack Plattform, entstanden 7,9 Mio. EUR Mehrkosten. In den ersten drei Quartalen des Geschäftsjahres 2012 zeigte der Sektor Consumer Choices erneut ein starkes Umsatzwachstum gegenüber dem Vorjahr. Der Umsatz ist um 6,7% von 396,8 Mio. EUR auf 423,6 Mio. EUR gestiegen.

Dies gelang trotz einer Reduzierung der Aufträge im Bereich Consumer Electronics. Die Situation konnte durch die positive Entwicklung bei anderen Kunden im Bereich Consumer Electronics, sowie IT und Bürobedarf, ausgeglichen werden. Zusätzlich konnte das Umsatzvolumen in allen Produktgruppen des Bereichs Home and Lifestyle vergrößert werden.

## Aktuelle Entwicklung

Die GfK konnte ihren Umsatz im Geschäftsjahr 2012 im Vergleich zum Vorjahr um 10,2% steigern, was einem Anstieg von 1.379,9 Millionen auf 1.514 Millionen entspricht. Das organische Wachstum lag im Betrachtungszeitraum bei 3,1%. Im Branchenvergleich ist das ein sehr guter Wert. Die Marge fiel, wie vom Management angekündigt, von 13,7% auf 12,3%.

Im Sektor Consumer Experiences spielten M&A Tätigkeiten eine tragende Rolle. Wir erwarten auch in naher Zukunft weitere Akquisitionen, allerdings in einem kleineren Umfang als im Geschäftsjahr 2012. Außerdem gehen wir davon aus, dass sich die Investitionen gezielt auf Technologieunternehmen konzentrieren werden, welche die Marktstellung durch spezifisches Know-how stärken. Dies wird weiterhin kurzfristig die Marge belasten, unserer Meinung nach aber langfristig durch den Zugewinn von Expertisen zu steigenden Erträgen führen. Die aktuelle Marge beläuft sich auf 5,2%, gegenüber 6,3% im Vorjahr. Investiert wurde hier vor allem in den Aufbau einer Präsenz in Südkorea. Die neuen Verträge mit vielversprechenden Kunden wie Samsung Electronics und Hyundai Motors sowie die Zusammenarbeit mit Microsoft im Sektor Consumer Experience bewerten wir darüber hinaus positiv.

Der Sektor Consumer Choices glänzt weiterhin mit einer sehr hohen Profitabilität. Der Umsatz beläuft sich auf ungefähr ein Drittel des Gesamtvolumens, die erzielte Marge liegt bei über 23 Prozent. Die Werte des Vorjahres konnten zwar nicht ganz erreicht werden, dies liegt aber hauptsächlich an Investition in laufende Projekte, wie zum Beispiel der Modernisierung des Retail-and-Technology-Produktionssystems StarTrack. Der Sektor hatte zwar vorübergehend mit einem Rückgang der Auftragslage zu kämpfen, welcher sich gegen Ende des Jahres aber wieder erholte und nun ein starkes organisches Wachstum vorweist. Des Weiteren wurde eine Zusammenarbeit mit der Telefonica S.A. vereinbart zur Analyse bewegungsbasierter Daten. Die Vermarktung soll vorerst in Brasilien und Großbritannien erfolgen.

Sektor	Umsatz in 2011 in EUR m	Umsatz in 2012 (Vorläufig) in EUR m	Gesamtwachstum in %	Organisches Wachstum in %	Wachstum durch Aquisitionen in %	Währungseffekte in %
Consumer Choices	539,8	575,0	6,5	3,9	0,0	2,6
Consumer Experiences	829,2	934,0	12,7	2,6	7,3	2,7
Other	4,9	5,0	8,7	7,4	0,0	1,3
<b>Total</b>	<b>1.373,9</b>	<b>1.514,0</b>	<b>10,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>

Quelle: © GfK 2013 | GfK SE Preliminary Figures 2012 | Trading Statement

Vor allem im asiatischen und lateinamerikanischen Raum konnte ein starkes organisches Wachstum verzeichnet werden. Der europäische Markt stagnierte in Q1-3, konnte aber in Q4 einen positiven Trend aufweisen und befindet sich wieder auf Wachstumskurs. Ähnliches gilt für Nordamerika, hier wurde 2011 noch ein leichter Rückgang des Umsatzes beobachtet. Positiv bewerten wir die Übernahme der amerikanischen Firma User Centric. Die GfK verfügt dadurch über ein weltumspannendes Serviceangebot im Bereich User Experiences, welches sich deutlich von denen der Konkurrenz abhebt.

Außerdem wird die neue Matrixstruktur Synergieeffekte zwischen den einzelnen Sektoren sowie Innerhalb der Sektoren bewirken. Vorhandene Expertisen können dadurch schneller und zielgerichteter eingesetzt werden. Wir rechnen mit einem anhaltend starken Wachstum im asiatischen Raum wovon die GfK durch den Ausbau ihrer Präsenz nachhaltig profitieren wird

Wachstum in %	Gesamt	Organisch	Akquisen	Währungseffekte
Nordeuropa	4,4	0,7	1,7	2,0
Süd und Westeuropa	0,6	0,6	0,0	0,0
Osteuropa	3,2	2,2	0,5	0,5
Lateinamerika	11,9	13,8	0,0	-1,9
Nordamerika	33,2	2,9	22,1	8,3
Asien und Pacific	29,7	17,0	5,1	7,6
<b>Gesamt</b>	<b>10,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,4</b>	<b>2,7</b>

Quelle: © GfK 2013 | GfK SE Preliminary Figures 2012 | Trading Statement

## Bewertung

Aufgrund der starken Entwicklung im asiatischen und lateinamerikanischen Markt, sowie der fortschreitenden Implementierung der neuen erfolgsversprechenden Strukturen empfehlen wir die GfK SE Aktie zu akkumulieren. Auf absehbare Zeit sind keine Zeichen einer Abschwächung der Konjunktur zu beobachten, während der Bedarf an Informationen auf der Unternehmensseite steigt. Dieser positive Ausblick wird durch unser DCF-Modell bestätigt, mit welchem wir einen Fairen Wert der Aktie von €48,10 ermitteln.

Wir gehen von einem konstanten Wachstum des Umsatzes sowohl durch organisches Wachstum als auch durch M&A Tätigkeiten aus. Wobei letztere im Geschäftsjahr 2012, unserer Einschätzung nach, ihren Höhepunkt erreicht haben und in Zukunft ein geringeres Volumen aufweisen werden. Der Fokus liegt auf dem Ausbau des organischen Wachstums sowie gezielter Übernahmen branchenspezifischer Technologieunternehmen. Die tiefgreifenden strukturellen Veränderungen einhergehend mit Synergieeffekten in, sowie zwischen, den neuen Sektoren und die erfolgreiche Expansion in Emerging Markets werden sich mittelfristig auszahlen.

Vor allem die Implementierung der DRIVE- (Dynamic Real-time Data Interactive Visualization Engine) sowie die Umstrukturierung der StarTrack Plattform bewerten wir positiv. Außerdem verfügt die GfK über ein einzigartiges Handelspanel mit enormem Datenvolumen, welches die Grundlage eines jeden Marktforschungsinstitutes darstellt. Dies sehen wir als strategischen Vorteil gegenüber der Konkurrenz.

Allerdings werden auch in Zukunft M&A Aktivitäten sowie Investitionen in neue Technologien die Marge belasten. Rückstellungen in Höhe von € 21 Millionen wirken sich zusätzlich negativ auf das diesjährige Ergebnis aus. Diese Rückstellungen wurden als Reaktion auf Unregelmäßigkeiten in der türkischen Tochterfirma GfK Araştırma Hizmetleri A.Ş vorgenommen. Steuernachzahlung sowie Nachzahlungen von Sozialversicherungsbeiträgen werden befürchtet. Das Management der GfK Araştırma Hizmetleri A.Ş wurde bereits ersetzt sowie Selbstanzeige gestellt.



## Bilanzen

Bilanzen							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Aktiva</b>							
<i>Langfristige Vermögenswerte</i>							
Geschäfts- und Firmenwerte	839	874	874	874	874	875	876
Sonstige immaterielle Vermögenswerte	211	201	194	170	147	132	119
Sachanlagen	108	107	210	240	257	280	310
Anteile an assoziierten Unternehmen	17	16	16	16	16	16	16
Sonstige finanzielle Vermögenswerte	11	6	7	7	7	8	8
Latente Steueransprüche	39	44	44	44	44	44	44
Sonstige langfristige Vermögenswerte	7	7	8	9	10	11	11
<b>Langfristige Vermögenswerte</b>	<b>1232</b>	<b>1256</b>	<b>1353</b>	<b>1360</b>	<b>1354</b>	<b>1365</b>	<b>1383</b>
<i>Kurzfristige Vermögenswerte</i>							
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	316	331	368	399	427	450	485
Kurzfristige Ertragssteuerforderungen	13	16	17	17	18	18	20
Kurzfristige Wertpapiere und Festgelder	1	2	1	2	2	2	2
Zahlungsmittel und Zahlungsmitteläquivalente	55	106	15	18	55	102	123
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	33	36	36	36	36	36	36
Zur Veräußerung bestimmte Vermögenswerte	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kurzfristige Vermögenswerte</b>	<b>418</b>	<b>490</b>	<b>437</b>	<b>472</b>	<b>538</b>	<b>608</b>	<b>666</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>1650</b>	<b>1746</b>	<b>1790</b>	<b>1832</b>	<b>1892</b>	<b>1974</b>	<b>2049</b>
<i>Passiva</i>							
<b>Eigenkapital</b>							
Gezeichnetes Kapital	151	152	152	152	152	152	152
Kapitalrücklage	207	214	216	218	220	222	224
Gewinnrücklage	329	382	392	439	541	606	679
Sonstige Rücklagen	-46	-27	-24	-22	-20	-18	-16
Minderheitsanteile am Eigenkapital	36	40	44	48	53	58	64
<b>Eigenkapital</b>	<b>677</b>	<b>761</b>	<b>779</b>	<b>835</b>	<b>946</b>	<b>1021</b>	<b>1103</b>
<i>Langfristiges Fremdkapital</i>							
Langfristige Rückstellungen	82	83	65	59	61	64	66
Langfristige verzinsliche Finanzverbindlichkeiten	326	318	313	288	265	244	224
Latente Steuerverbindlichkeiten	72	73	73	82	91	100	109
Sonstiges langfristiges Fremdkapital	4	4	5	8	10	13	15
<b>Langfristiges Fremdkapital</b>	<b>485</b>	<b>478</b>	<b>457</b>	<b>437</b>	<b>428</b>	<b>420</b>	<b>414</b>
<i>Kurzfristiges Fremdkapital</i>							
Kurzfristige Rückstellungen	17	20	45	9	9	8	8
Kurzfristige Ertragssteuerverbindlichkeiten	26	26	28	27	25	23	21
Kurzfristige verzinsliche Finanzverbindlichkeiten	103	98	164	197	205	220	212
Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	66	69	63	52	41	40	46
Verpflichtungen aus Aufträgen in Bearbeitung	137	139	111	116	121	126	129
Sonstiges kurzfristiges Fremdkapital	140	154	142	119	118	116	115
Zur Veräußerung bestimmte Schulden	0	0	0	0	0	0	0
<b>Kurzfristiges Fremdkapital</b>	<b>488</b>	<b>507</b>	<b>554</b>	<b>519</b>	<b>518</b>	<b>533</b>	<b>531</b>
<b>Bilanzsumme</b>	<b>1650</b>	<b>1746</b>	<b>1790</b>	<b>1792</b>	<b>1892</b>	<b>1974</b>	<b>2049</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2012



## Gewinn- und Verlustrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
Umsatzerlöse	1294	1374	1514	1555	1602	1682	1766
Umsatzkosten	-872	-924	-1015	-1033	-1076	-1124	-1173
<b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b>	<b>422</b>	<b>450</b>	<b>499</b>	<b>522</b>	<b>525</b>	<b>558</b>	<b>593</b>
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-268	-288	-316	-315	-320	-332	-345
Sonstige betriebliche Erträge	16	17	11	11	12	13	13
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-28	-41	-65	-30	-32	-31	-30
<b>Operatives Ergebnis</b>	<b>141</b>	<b>139</b>	<b>129</b>	<b>188</b>	<b>185</b>	<b>208</b>	<b>231</b>
Ergebnis aus assoziierte Unternehmen	3	3	4	4	4	4	4
Sonstiges Beteiligungsergebnis	0	1	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>145</b>	<b>143</b>	<b>132</b>	<b>192</b>	<b>189</b>	<b>212</b>	<b>235</b>
Sonstige Finanzerträge	16	12	5	5	7	9	11
Sonstige Finanzaufwendungen	-36	-29	-31	-23	-22	-21	-25
<b>Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>125</b>	<b>126</b>	<b>106</b>	<b>174</b>	<b>174</b>	<b>200</b>	<b>220</b>
Steuern	-41	-37	-41	-44	-43	-50	-55
<b>Konzernergebnis</b>	<b>84</b>	<b>88</b>	<b>65</b>	<b>131</b>	<b>130</b>	<b>150</b>	<b>165</b>
EPS (unverwässert)	1,99	2,06	1,78	3,59	3,58	4,12	4,54
EPS (verwässert)	1,99	2,06	1,78	3,59	3,58	4,12	4,54

### Profit & Loss (Year on Year)

Umsatzerlöse	6,2 %	10,2 %	2,7 %	3,0 %	5,0 %	5,0 %
Umsatzkosten	5,9 %	9,9 %	1,8 %	4,2 %	4,4 %	4,4 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	6,7 %	10,8 %	4,6 %	0,7 %	6,2 %	6,2 %
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	7,4 %	9,8 %	-0,4 %	1,6 %	3,8 %	3,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	9,3 %	-38,6 %	5,1 %	4,4 %	10,2 %	0,0 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	43,8 %	59,1 %	-53,5 %	5,0 %	-2,2 %	-3,2 %
Operatives Ergebnis	-1,8 %	-7,4 %	46,2 %	-1,4 %	12,1 %	11,1 %
Ergebnis aus assoziierte Unternehmen	-7,1 %	11,0 %	-2,8 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Sonstiges Beteiligungsergebnis	247,1 %	n.a.	3,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	-1,3 %	-7,6 %	44,8 %	-1,3 %	11,9 %	10,9 %
Sonstige Finanzerträge	-26,9 %	-58,6 %	4,2 %	30,0 %	38,5 %	16,7 %
Sonstige Finanzaufwendungen	-19,2 %	5,7 %	-27,4 %	-2,2 %	-4,5 %	19,0 %
Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit	0,6 %	-15,4 %	64,1 %	-0,3 %	14,9 %	10,3 %
Steuern	-8,1 %	10,3 %	5,4 %	-0,3 %	14,9 %	10,3 %
Konzernergebnis	4,9 %	-26,3 %	101,5 %	-0,3 %	14,9 %	10,3 %

### Profit & Loss (% of Revenues)

Umsatzerlöse	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %	100,0 %
Umsatzkosten	-67,4 %	-67,2 %	-67,0 %	-66,4 %	-67,2 %	-66,8 %
Bruttoergebnis vom Umsatz	32,6 %	32,8 %	33,0 %	33,6 %	32,8 %	33,6 %
Vertriebs- und allgemeine Verwaltungskosten	-20,7 %	-21,0 %	-20,9 %	-20,3 %	-20,0 %	-19,8 %
Sonstige betriebliche Erträge	1,2 %	1,3 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %	0,7 %
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,2 %	-3,0 %	-4,3 %	-1,9 %	-2,0 %	-1,7 %
Operatives Ergebnis	10,9 %	10,1 %	8,5 %	12,1 %	11,6 %	13,1 %
Ergebnis aus assoziierte Unternehmen	0,3 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %	0,2 %
Sonstiges Beteiligungsergebnis	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EBIT	11,2 %	10,4 %	8,7 %	12,3 %	11,8 %	13,3 %
Sonstige Finanzerträge	1,2 %	0,8 %	0,3 %	0,3 %	0,4 %	0,6 %
Sonstige Finanzaufwendungen	-2,8 %	-2,1 %	-2,0 %	-1,4 %	-1,4 %	-1,4 %
Ergebnis aus laufender Geschäftstätigkeit	9,6 %	9,1 %	7,0 %	11,2 %	10,8 %	12,5 %
Steuern	-3,2 %	-2,7 %	-2,7 %	-2,8 %	-2,7 %	-3,0 %
Konzernergebnis	6,5 %	6,4 %	4,3 %	8,4 %	8,1 %	9,4 %

## Kapitalflussrechnung

Kapitalflussrechnung							
Zahlenangaben in EUR m	Geschäftsjahr						
	2010	2011	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
<b>Cashflow aus lfd. Geschäftstätigkeit</b>							
Konzernergebnis	83,9	88,1	64,9	130,7	130,3	149,8	165,2
Abschreibungen/Zuschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte	31,9	53,6	37,7	39,5	41,3	43,1	44,9
Abschreibungen/Zuschreibungen auf Sachanlagen	23,3	26,3	21,5	22,8	24,0	25,3	26,5
Abschreibungen/Zuschreibungen auf sonstige finanzielle Vermögenswerte	0,8	0,7	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Summe der Abschreibungen/Zuschreibungen</b>	<b>56,0</b>	<b>80,6</b>	<b>59,5</b>	<b>62,3</b>	<b>65,3</b>	<b>68,4</b>	<b>71,4</b>
Veränderungen der Vorräte und der Forderungen aus LuL	-36,1	-12,2	-37,3	-31,0	-28,0	-23,0	-35,0
Veränderung der Verbindlichkeiten aus LuL	15,1	1,6	-6,5	-11,0	-11,0	-0,9	6,0
Veränderung anderer Aktiva	5,0	-8,2	-6,1	1	-7	-13	5
Veränderung anderer Passiva	11,1	-0,3	4,8	-18,0	-7,4	-7,0	-28,0
<b>Summe der Veränderungen des Working Capitals</b>	<b>-4,9</b>	<b>-19,0</b>	<b>-45,1</b>	<b>-59,0</b>	<b>-53,2</b>	<b>-43,9</b>	<b>-52,0</b>
Gewinn/Verlust aus dem Abgang von langfristigen Vermögenswerten	0,1	-1,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Ergebnisse aus assoziierten Unternehmen, soweit nicht zahlungswirksam	-0,9	-0,9	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung der langfristigen Rückstellungen	12,5	10,7	0,5	-6,0	2,4	2,4	2,4
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	9,3	1,1	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsergebnis	16,6	19,4	21,0	17,5	15,5	12,0	14,5
Veränderung der latenten Steuern	-4,8	-6,2	2,3	8,8	8,8	8,8	8,8
Laufender Ertragssteueraufwand	45,5	44,1	41,4	43,6	43,4	49,9	55,1
Gezahlte Steuern	-41,3	-46,3	-35,9	-43,6	-43,4	-49,9	-55,1
<b>Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>171,9</b>	<b>170,5</b>	<b>107,7</b>	<b>154,3</b>	<b>169,1</b>	<b>197,5</b>	<b>210,3</b>
Auszahlungen für Investitionen in immaterielle Vermögenswerte	-26,5	-36,3	-20,8	-29,5	-31,3	-24,0	-39,2
Auszahlungen für Investitionen in Sachanlagen	-22,1	-26,4	-29,7	-52,3	-41,5	-48,3	-56,5
Auszahlungen für den Erwerb von konsolidierten Unternehmen	-35,1	-14,3	-49,0	-54,0	-30,0	-65,0	-20,0
Auszahlungen für Investitionen in sonstige finanzielle Vermögenswerte	-5,9	-0,3	-2,0	0,0	0,0	-1,0	0,0
Einzahlungen aus Abgängen von immateriellen Vermögenswerten	1,1	1,6	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Abgängen von Sachanlagen	0,6	1,6	0,4	1,1	1,8	2,5	3,2
Einzahlungen aus dem Verkauf von konsolidierten Unternehmen	0,2	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einzahlungen aus Abgängen von sonstigen finanziellen Vermögenswerten	1,5	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>Cashflow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>-86,2</b>	<b>-72,8</b>	<b>-100,4</b>	<b>-134,4</b>	<b>-100,7</b>	<b>-135,5</b>	<b>-112,2</b>
Einzahlungen aus Eigenkapitalzuführungen	10,5	7,7	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung an Unternehmenseigner	-10,8	-17,4	-16,1	-16,5	-16,5	-16,5	-16,5
Dividendenzahlung an Minderheitsgesellschafter	-6,2	-14,4	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9	-2,9
Einzahlungen aus der Aufnahme von Finanzkrediten	78,4	208,9	108,6	171,8	130,2	129,8	106,5
Auszahlungen für die Tilgung von Finanzkrediten	-135,8	-225,0	-114,1	-164,4	-145,2	-136,0	-134,0
Erhaltene Zinsen	3,2	1,9	4,8	5,0	6,5	9,0	10,5
Gezahlte Zinsen	-16,2	-10,6	-31,0	-22,5	-22,0	-21,0	-25,0
<b>Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-76,9</b>	<b>-49,0</b>	<b>-49,3</b>	<b>-29,5</b>	<b>-49,9</b>	<b>-37,6</b>	<b>-61,4</b>
<b>Zahlungswirksame Veränderungen der Zahlungsmittel</b>	<b>8,8</b>	<b>48,7</b>	<b>-42,0</b>	<b>-9,6</b>	<b>18,6</b>	<b>24,4</b>	<b>36,7</b>
Zahlungsmittel und - äquivalente am Anfang der Periode	42,4	54,7	105,9	63,8	53,2	76,4	103,8
Wechselkurs- und bewertungsbedingte Änderungen	3,5	2,5	-0,1	-1,0	4,6	3,0	4,3
<b>Zahlungsmittel und -äquivalente am Ende der Periode</b>	<b>54,7</b>	<b>105,9</b>	<b>63,8</b>	<b>53,2</b>	<b>76,4</b>	<b>103,8</b>	<b>144,8</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

## DCF-Modell

Für die Ermittlung des Fair Values wurde ein dreistufiges Discounted Cashflow Modell herangezogen. Als Datenbasis für die Bewertungen wurden die Konzernabschlüsse der GfK SE verwendet.

### / Discounted Cash Flow-Modell (Basis 1/2013)

(Mio. EUR)	2013e	Phase 1				
		2014e	2015e	2016e	2017e	2018e
<b>Umsatz</b>	<b>1.555,050</b>	<b>1.601,702</b>	<b>1.681,787</b>	<b>1.766,376</b>	<b>1.819,367</b>	<b>1.873,948</b>
Veränderungsrate	-	3%	5%	5%	3%	3%
<b>EBIT</b>	<b>191,800</b>	<b>189,252</b>	<b>211,717</b>	<b>234,741</b>	<b>239,436</b>	<b>244,225</b>
Veränderungsrate	-	-1%	12%	11%	2%	2%
Marge	12,3%	11,8%	12,6%	13,3%	13,2%	13,0%
<b>Beteiligungsergebnis</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>	<b>4,000</b>
<b>EBT ex. Zinsergebnis</b>	<b>195,800</b>	<b>193,252</b>	<b>215,717</b>	<b>238,741</b>	<b>243,436</b>	<b>248,225</b>
<b>operativer Steueraufwand</b>	<b>-43,575</b>	<b>-43,438</b>	<b>-49,929</b>	<b>-55,060</b>	<b>-48,687</b>	<b>-49,645</b>
Steuerquote (ex. Zinsergebnis)	22,3%	22,5%	23,1%	23,1%	20,0%	20,0%
<b>Abschreibungen imm. Verm. u. Sachanl.</b>	<b>62,250</b>	<b>65,300</b>	<b>68,350</b>	<b>71,400</b>	<b>72,000</b>	<b>70,000</b>
Abschreibungsquote (% Umsatz)	4,0%	4,1%	4,1%	4,0%	4,0%	3,7%
<b>Veränderung langf. Rückstellungen</b>	<b>-6,000</b>	<b>2,440</b>	<b>2,440</b>	<b>2,440</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>
Anteil Umsatz	-0,4%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>CF-Geschäftsbedarf (Veränderung WC)</b>	<b>-59,000</b>	<b>-53,200</b>	<b>-43,900</b>	<b>-52,000</b>	<b>-45,600</b>	<b>-50,600</b>
Working-Capital-Ratio (%Umsatz)	-3,8%	-3,3%	-2,6%	-2,9%	-2,5%	-2,7%
<b>Investitionen</b>	<b>-134,350</b>	<b>-100,700</b>	<b>-135,450</b>	<b>-112,200</b>	<b>-82,500</b>	<b>-72,000</b>
Investitionsquote (% Umsatz)	-8,6%	-6,3%	-8,1%	-6,4%	-4,5%	-3,8%
<b>Sonstige Anpassungen</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
<b>Free Cash-Flow</b>	<b>15,125</b>	<b>63,654</b>	<b>57,228</b>	<b>93,321</b>	<b>141,149</b>	<b>148,480</b>

Dr. Kalliwoda | Research © 2012

## WACC

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass sich die Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren nicht wesentlich verändern wird.

### WACC Annahmen

#### Wachstumsprämissen

Langfristiges Wachstum / Inflationsrate	1,5%
Angleichungsphase (ab 2019)	5 Jahre
Anfangswachstum des Umsatzes	1,0%
Margenentwicklung (p.a.)	+1 BP

#### Eigenkapitalkosten

Langfristiger risikoloser Zinssatz	2,4%
Risikoprämie Markt / Aktienmarktrendite	8,0%
Beta des Unternehmens (Näherung)	1,00
Eigenkapitalkostensatz	10,4%

#### Fremdkapitalkosten

Fremdkapitalkostensatz (vor St.)	7,0%
Steuersatz auf Fremdkapitalzinsen	30,0%
Fremdkapitalkostensatz (nach St.)	4,9%

Wert des Eigenkapitals	761
Wert des Fremdkapitals	985
Gearing	129,4%
WACC	7,30%

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen. Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie) ab. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex SDAX.

## Fair Value – Sensitivitäten

Der von uns ermittelte faire Wert der Aktie beläuft sich auf EUR 48,10. Er ist damit um 10 Prozent höher als der aktuelle Kurs (EUR 43,08). Die Modifikation der Aktionsparameter im Terminal Value sind der nachstehenden Sensitivitätsanalyse zu entnehmen. Diese zeigt die Variabilität unseres hergeleiteten fairen Wertes.

Sensitivitätsanalyse		Wert je Aktie				
(EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1		6,80%	7,05%	7,30%	7,55%	7,80%
Wachstum	0,5%	49,03	46,28	43,74	41,38	<b>39,19</b>
	1,0%	51,55	48,53	45,75	<b>43,18</b>	40,80
	1,5%	54,55	51,18	<b>48,10</b>	45,27	42,67
	2,0%	58,17	<b>54,35</b>	50,89	47,74	44,87
	2,5%	<b>62,64</b>	58,23	54,27	50,70	47,47

Sensitivitätsanalyse		Marktkapitalisierung				
(Mio.EUR)		Diskontierungszinssatz				
β = 1		6,80%	7,05%	7,30%	7,55%	7,80%
Wachstum	0,5%	1.789,67	1.689,38	1.596,59	1.510,50	<b>1.430,43</b>
	1,0%	1.881,70	1.771,31	1.669,77	<b>1.576,06</b>	1.489,33
	1,5%	1.991,11	1.868,02	<b>1.755,58</b>	1.652,47	1.557,58
	2,0%	2.123,32	<b>1.983,88</b>	1.857,58	1.742,64	1.637,61
	2,5%	<b>2.286,30</b>	2.125,23	1.980,85	1.850,69	1.732,74

<b>DR. KALLIWODA</b> <b>RESEARCH GmbH</b>		Rüsterstraße 4a 60325 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 www.kalliwoda.com
Primary Research   Fair Value Analysis   International Roadshows		
<b>Head:</b> <b>Dr. Norbert Kalliwoda</b> E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt/Main; PhD in Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
<b>Dr. Peter Arendarski</b> E-Mail: pa@kalliwoda.com	Senior-Analyst, Msc & Ph.D in Finance (Poznan Univers. of Economics), CFA Level 3 Candidate	<u>Sectors:</u> Technology, Raw Materials, Banks & Insurances, Financial-Modelling (Quant., Buyside)
<b>Patrick Bellmann</b> E-Mail: pb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; WHU - Otto Beisheim School of Management, Vallendar (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Andreas Braun</b> E-Mail: rb@kalliwoda.com	Junior-Analyst; University of Frankfurt/Main (2012)	<u>Sectors:</u> Support Research and Quantitative Approach
<b>Michael John</b> E-Mail: mj@kalliwoda.com	Dipl.-Ing. (Aachen)	<u>Sectors:</u> Chemicals, Chemical Engineering, Basic Metals, Renewable Energies, Laser/Physics
<b>Adrian Kowollik</b> E-Mail: ak@kalliwoda.com	Dipl.-Kfm.; Humboldt-Universität zu Berlin, CFA Candidate	<u>Sectors:</u> Media, Internet, Gaming, Technology, Eastern European stocks
<b>Maximilian F. Kaessens</b> E-Mail: mk@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Business Administration (Babson College (05/2012), Babson Park, MA (US))	<u>Sectors:</u> Financials, Real Estate
<b>Dr. Christoph Piechaczek</b> E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>Anoop Pillai</b> E-Mail: anp@kalliwoda.com	Master of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation April 2013)	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Internet & Technology
<b>Hellmut Schaarschmidt;</b> E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt/Main.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
<b>Dr. Erik Schneider</b> E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg.	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
<b>David Schreindorfer</b> E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management; Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
<b>Rainer Wochele</b> E-Mail: rw@kalliwoda.com	Bachelor of Science in Economics and Business Administration (Goethe University Frankfurt M. / Graduation Fall 2013)	<u>Junior-Analyst</u>
<b>Nele Rave</b> E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London,	<u>Legal adviser</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:

**DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of Bloomberg, Thomson Reuters, vwd group and Factset**

Analyst of this research:  
Dr. Norbert Kalliwoda,  
CEFA



## DISCLAIMER

<b>KAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 10 % aufweisen	<b>BUY</b>
<b>AKKUMULIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und 10% aufweisen	<b>ACCUMULATE</b>
<b>HALTEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 5% und - 5% aufweisen	<b>HOLD</b>
<b>REDUZIEREN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen - 5% und - 10% aufweisen	<b>REDUCE</b>
<b>VERKAUFEN:</b>	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 10 % aufweisen	<b>SELL</b>

### Additional Disclosure/Erklärung

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH hat diese Analyse auf der Grundlage von allgemein zugänglichen Quellen, die als zuverlässig gelten, gefertigt. Wir arbeiten so exakt wie möglich. Wir können aber für die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen und Meinungen keine Gewährleistung übernehmen.

Diese Studie ersetzt nicht die persönliche Beratung. Diese Studie gilt nicht als Aufforderung zum Kauf oder Verkauf der in dieser Studie angesprochenen Anlageinstrumente. Daher rät DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH, sich vor einer Wertpapierdisposition an Ihren Bankberater oder Vermögensverwalter zu wenden.

Diese Studie ist in Großbritannien nur zur Verteilung an Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 ( in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Diese Studie darf weder direkt noch indirekt an einen anderen Kreis von Personen weitergeleitet werden. Die Verteilung dieser Studie in andere internationale Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Studie gelangt, sollten sich über gegebenenfalls vorhandene Beschränkungen informieren und diese einhalten.

DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH sowie Mitarbeiter können Positionen in irgendwelchen in dieser Studie erwähnten Wertpapieren oder in damit zusammenhängenden Investments halten und können diese Wertpapiere oder damit zusammenhängende Investments jeweils aufstocken oder veräußern.

### Mögliche Interessenskonflikte

Weder DR.KALLIWODA | RESEARCH GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals;
- war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt;
- hält an den Aktien des analysierten Unternehmens eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals;
- hat die analysierten Wertpapiere auf Grund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut.

Durch die Annahme dieses Dokumentes akzeptiert der Leser/Empfänger die Verbindlichkeit dieses Disclaimers.



## DISCLAIMER

The information and opinions in this analysis were prepared by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH. The information herein is believed by DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH to be reliable and has been obtained from public sources believed to be reliable. With the exception of information about DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH, DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH makes no representation as to the accuracy or completeness of such information.

Opinions, estimates and projections in this report constitute the current judgement of the author as of the date of this analysis. They do not necessarily reflect the opinions, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, except if research on the subject company is withdrawn. Prices and availability of financial instruments also are subject to change without notice. This report is provided for informational purposes only. It is not to be construed as an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any financial instruments or to participate in any particular trading strategy in any jurisdiction. The financial instruments discussed in this report may not be suitable for all investors and investors must make their own investment decision using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives. If a financial instrument is denominated in a currency other than an investor's currency, a change in exchange rates may adversely affect the price or value of, or the income derived from, the financial instrument, and such investor effectively assumes currency risk. In addition, income from an investment may fluctuate and the price or value of financial instruments described in this report, either directly or indirectly, may rise or fall. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person for any purpose without DR. KALLIWODA | RESEARCH GmbH's prior written consent. Please cite source when quoting.