

21.11.2008

PC-WARE AG<sup>(5)\*</sup>**KAUFEN**

Kursziel: 21,16 €

Kurs: 15,80 €  
18.11.2008, 14:15 Uhr  
XetraLetztes Rating/  
Kursziel:  
01.09.2008  
KAUFEN/ 22,75€Marktsegment:  
Prime StandardRechnungslegung:  
IFRS**Analysten:**Philipp Leipold  
leipold@gbc-ag.deManuel Hoelzle  
hoelzle@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**PC-WARE  
Dr. Ingmar Ackermann  
Blochstr. 1  
D-04329 LeipzigTel.: 0341-2568-148  
Fax: 0341-2568-876ir@pc-ware.de  
www.pc-ware.de**Unternehmensprofil:****Branchen:** Software/IT**Fokus:** Software-Lizenzierung, Con-  
sulting & Services, Systemhaus  
(IT-Infrastruktur Services)**Mitarbeiter:** 1.542 (30.09.2008)**Firmensitz:** Leipzig, D**Gründung:** 1990**Vorstand:** Dr. Knut Löschke,  
Dr. Tillmann Blaschke

WKN: 691090

ISIN: DE0006910904

Börsenkürzel: PCW

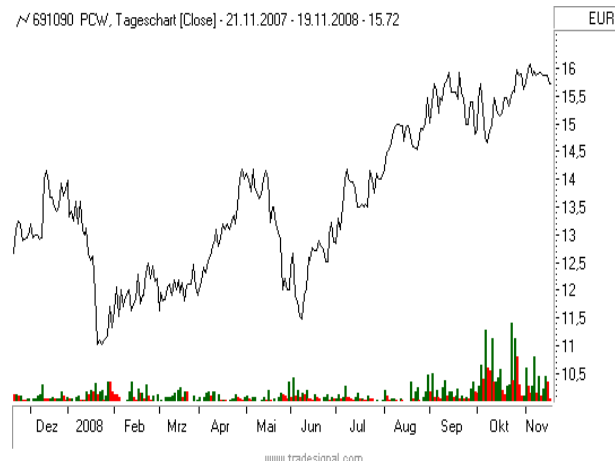
Anzahl Aktien: 8,342 Mio.

Marktkap.: 131,84 Mio. €

Streubesitz: 39,43 %

52 W Hoch: 16,42 €\*  
52 W Tief: 11,00 €\*  
Durchs. Tagesvolumen : 127.050 €\*  
\* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

^/691090 PCW, Tageschart [Close] - 21.11.2007 - 19.11.2008 - 15,72



in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Gesamtleistung	694,44	779,46	845,50	920,00
EBITDA	11,67	17,11	18,34	22,88
EBIT	8,69	12,47	13,74	18,28
Periodenergebnis	5,21	8,62	9,47	10,85
<b>in EUR</b>				
EPS in EUR	0,85	1,41	1,14	1,30
Dividende je ST Aktie in EUR	0,50	0,50	0,60	0,80
<b>in %</b>				
EBITDA-Marge	1,7	2,2	2,2	2,5
EBIT-Marge	1,3	1,6	1,6	2,0
Dividendenrendite	3,2	3,2	3,9	5,2
<b>Kennzahlen</b>				
EV/ Sales	0,12	0,12	0,11	0,10
EV / EBITDA	6,94	5,26	4,90	3,93
Kurs-Gewinn-Verhältnis	18,57	11,19	13,92	12,15
Kurs-Buchwert-Verhältnis		1,39		

**Highlights:**

- Schwächeres zweites Quartal 2008/09, aber Umsatzsteigerung im 1. HJ 2008/09
- Mittelzufluss von knapp 37 Mio. € durch Kapitalerhöhung stärkt Eigenkapitalbasis nachhaltig und eröffnet weitere Wachstumsmöglichkeiten
- Raiffeisen Informatik hat Anteil vor dem Übernahmeangebot auf 47,24 % aufgestockt
- Leichte Reduzierung des Kursziels

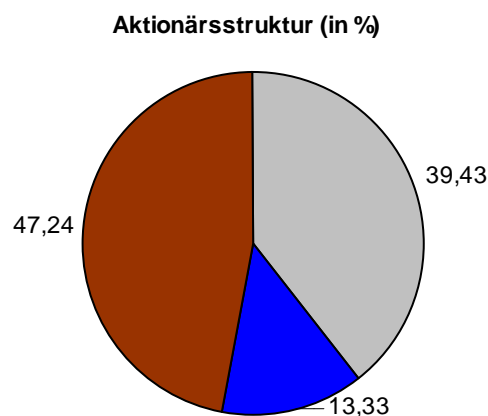
## Unternehmen

### Profil

Die PC-Ware Information Technologies AG mit Sitz in Leipzig ist eines der führenden herstellerunabhängigen ICT-Unternehmen in Europa. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die zwei Geschäftsbereiche Value Business und Volume Business. PC-WARE ist in 25 Ländern mit Niederlassungen präsent. Der Bereich Software, ein Untersegment des Volume Business, repräsentiert das Kerngeschäft von PC-WARE. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf der Lizenzierung und dem Management von Software, wobei ein Großteil des Geschäfts mit Microsoft-Produkten generiert wird. Im Geschäftsjahr 2007/2008 steigerte PC-WARE die Umsatzerlöse auf ein neues Rekordniveau von 776,4 Mio. €. PC-WARE hat an sich den Anspruch gestellt, seine Geschäftstätigkeit im Rahmen einer klar definierten Wachstumsstrategie in den nächsten Jahren erheblich auszubauen und sich zu einem global agierenden ICT-Solution Provider mit einem Umsatzvolumen von über einer Milliarde € zu entwickeln.

### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Dr. Knut Löschke	13,33
Raffaisen Informatik GmbH*	47,24
Streubesitz:	39,43
* über "PERUNI" Holding GmbH	



Quelle: PC-WARE, GBC

### Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Veröffentlichung des Berichts zum 3. Quartal 2008/09	16.02.2009
Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts zum Geschäftsjahr 2008/09	30.06.2009

## Geschäftsentwicklung - 1. Halbjahr 2008/09

in Mio. €	1. HJ 2007/08	1. HJ 2008/09	2007/08 vs. 2008/09
Umsatz	325,42	395,96	21,7 %
EBITDA	5,48	4,61	-15,9 %
EBIT	3,26	1,95	-40,0 %
Periodenergebnis	2,21	1,14	-48,3 %
EPS in €	0,36	0,19	

Quelle: PC-WARE, GBC

### Umsatzentwicklung

PC-WARE konnte die Umsatzerlöse im abgelaufenen ersten Halbjahr 2008/09 um 21,7 % von 325,42 Mio. € auf 395,96 Mio. € steigern. Im zweiten Quartal 2008/09 lag der Umsatz mit 167,55 Mio. € moderat über dem vergleichbaren Vorjahresquartal in Höhe von 161,82 Mio. €. Dabei wurde der Zuwachs bei den Umsätzen von beiden Geschäftsbereichen Volume Business sowie Value Business getragen. Im umsatzstärkeren Bereich Volume Business verzeichnete PC-WARE hierbei einen Umsatzanstieg von 17,2 % auf 316,40 Mio. € (VJ: 270,06 Mio. €). Während sich die Umsatzerlöse im Untersegment Software erfreulich entwickelten, mussten im zweiten Untersegment Hardware in den ersten sechs Monaten 2008/09 deutliche Umsatzeinbußen verzeichnet werden. Hier reduzierte sich der Umsatz deutlich um 17,4 % auf 21,2 Mio. €.

Der Umsatzanteil mit Microsoft verhielt sich in den ersten sechs Monaten 2008/09 relativ konstant und war gegenüber dem Vorjahr mit 43,5 % (VJ: 44,1 %) nur leicht rückläufig. Der ansteigende Trend bei den direkten Microsoft Enterprise Agreements (DEAs) setzte sich auch im ersten Halbjahr 2008/09 weiter fort. Das Volumen der DEAs erhöhte sich um 33,3 % auf 124,9 Mio. € (VJ: 93,7 Mio. €).

Im zweiten Segment „Value Business“ konnte im ersten Halbjahr 2008/09 ebenfalls ein deutlicher Umsatzanstieg erzielt werden. Die Umsatzerlöse konnten in diesem Geschäftsbereich um 43,7% von 55,36 Mio. € in 2006/07 auf 79,53 Mio. € in 2007/08 ausgeweitet werden. Comparex lieferte hierbei nach den ersten beiden Quartalen 2007/08 einen wesentlichen Umsatzbeitrag in Höhe von 44,77 Mio. €. Der Umsatz der Comparex-Gruppe belief sich im zweiten Quartal 2008/09 auf 24,26 Mio. € nach 20,51 Mio. € im ersten Quartal. Die Comparex-Gruppe wurde Anfang August 2007 konsolidiert, so dass im Vorjahr nur die Monate August und September im Halbjahresbericht berücksichtigt waren.

Die ausländischen Tochtergesellschaften haben im ersten Halbjahr 2008/09 weiter an Gewicht gewonnen. Der Auslandsanteil an den Konzernumsätzen stieg im Vergleich zum Vorjahr von 56,89 % in 2007/08 auf 57,87 % an. Fast alle ausländischen Tochtergesellschaften konnten ein hohes Umsatzwachstum generieren, wobei insbesondere die Niederlassungen in Italien, Schweden und Tschechien positiv hervorzuheben sind.

## Ergebnisentwicklung

Der Rohertrag konnte im ersten Halbjahr 2008/09 um 19,7 % auf 64,18 Mio. € (VJ: 53,60 Mio. €) gesteigert werden. Die Rohertragsmarge lag hier in 2008/09 mit 16,14 % leicht unter dem vergleichbaren Vorjahresniveau von 16,40 %, was sich auch durch höhere sonstige betriebliche Erträge im Vorjahr erklärt. Im zweiten Quartal 2008/09 fiel der Rohertrag gegenüber dem Vorquartal trotz gestiegener Marge aber infolge der niedrigeren Umsatzbasis mit 29,16 Mio. € (Q1 2008/09: 35,03 Mio. €) deutlich geringer aus.

Der Personalaufwand stieg in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres sowohl wegen der vollständigen Konsolidierung der Comparex-Gruppe als auch wegen Neueinstellungen von Mitarbeitern überproportional von 33,69 Mio. € in 2007/08 auf 43,49 Mio. € in 2008/09 an. Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen führten Skaleneffekte zu einer Reduzierung der Aufwandsquote. Diese belief sich auf 4,08 % in 2008/09 nach 4,39 % in 2007/08.

Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) betrug zum Halbjahr 2008/09 4,61 Mio. €, was einen Rückgang gegenüber dem Vorjahr bedeutet (VJ: 5,48 Mio. €). Das zweite Quartal 2008/09 blieb mit 0,65 Mio. € deutlich hinter dem Vorjahresquartal (Q2 2007/08: 2,68 Mio. €) zurück. Die Abschreibungen erhöhten sich in der Berichtsperiode infolge vorzunehmender Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände im Zusammenhang mit der Akquisition der Comparex-Gruppe sowie gestiegener aktivierter Eigenleistungen um rund 0,4 Mio. € auf 2,65 Mio. € (VJ: 2,22 Mio. €).

Das operative Ergebnis (EBIT) im ersten Halbjahr 2008/09 war im Vergleich zum Vorjahr rückläufig und betrug 1,95 Mio. € (VJ: 3,26 Mio. €). Im zweiten Quartal 2008/09 musste PC-WARE seit langer Zeit wieder einen Verlust auf EBIT-Ebene von -0,69 Mio. € verzeichnen. Das Zinsergebnis verschlechterte sich hauptsächlich aufgrund der Kreditaufnahme zur Finanzierung der Kaufpreisrate für die Comparex-Gruppe sowie der Dividendenausschüttung auf -0,33 Mio. € gegenüber -0,01 Mio. € im Vorjahr. Unter Berücksichtigung der Steuerquote auf Konzernebene von 32,62 % belief sich der Periodenüberschuss auf 1,14 Mio. € (VJ: 2,21 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,19 € (VJ: 0,36 €) entspricht.

## Bilanzielle und finanzielle Lage

Das Eigenkapital entwickelte sich im Vergleich zum Jahresbeginn leicht rückläufig auf 69,33 Mio. €, was in erster Linie auf die Dividendenausschüttung im August 2008 von 3,04 Mio. € zurückzuführen ist. Die Rückstellungen gingen infolge der Zahlung der ersten Kaufpreisrate von 15,81 Mio. € an die ehemaligen Comparex Gesellschafter deutlich zurück. Eine zweite Kaufpreisrate wird aller Voraussicht nach im März 2009 fällig werden.

Die Investitionen in Sachanlagevermögen und immaterielle Vermögensgegenstände (größtenteils in das ERP-System) fielen mit einem Volumen von 5,8 Mio. € deutlich höher aus als noch im Vorjahr (VJ: 2,54 Mio. €). Die aktivierten Eigenleistungen beliefen sich auf 1,80 Mio. € (VJ: 1,37 Mio. €). Die erste Kaufpreisrate, die Ausschüttung der Dividende sowie die hohen Investitionen konnten nicht vollständig aus dem operativen Cash Flow von 2,68 Mio. € finanziert werden. Im ersten Halbjahr 2008/09 erfolgte daher die Aufnahme von Bankkrediten in Höhe von 8,07 Mio. €.

## Prognose

Das abgelaufene zweite Quartal 2008/09 lag hinsichtlich des operativen Ergebnisses unterhalb unserer Erwartungen. PC-WARE musste den ersten EBIT-Verlust auf Quartalsebene seit langer Zeit ausweisen. Das Hardwaresegment hat auch im abgelaufenen Quartal Umsatzrückgänge und ein negatives operatives Ergebnis verursacht. Dagegen erzielte die Comparex-Gruppe im zweiten Quartal nach einem schwächeren Anfangsquartal wieder ein deutlich positives Vorsteuerergebnis von rund 0,7 Mio. €. Unsere Umsatzschätzung für das Gesamtjahr 2008/09 haben wir allerdings unverändert gelassen. Dagegen haben wir unsere Prognosen hinsichtlich des EBITDA für 2008/09 infolge des schwächeren zweiten Quartals leicht gesenkt. Nunmehr erwarten wir für 2008/09 ein EBITDA von 18,34 Mio. € (bisher: 19,11 Mio. €). Der Vorstand hat vor dem Hintergrund der bestehenden wirtschaftlichen Unsicherheiten, Abstand von einer Prognose für das laufende Geschäftsjahr genommen. Wir gehen jedoch davon aus, dass der Vorstand hierzu mit Vorlage des 9-Monatsberichts wieder konkret Stellung beziehen wird.

Das Finanzergebnis sollte sich durch den hohen Mittelzufluss aufgrund der durchgeführten Kapitalerhöhung in der zweiten Jahreshälfte positiv entwickeln. Wir legen bei der Berechnung des EPS die nach der Kapitalerhöhung insgesamt ausstehende Aktienanzahl von dann 8,342 Mio. zu Grunde, so dass es für 2008/09 zu einem erheblichen Verwässerungseffekt beim EPS kommt. Wir erwarten für das Gesamtjahr 2008/09 nun ein EPS von 1,14 € (bisher: 1,60 €), resultierend aus der höheren Aktienanzahl.

Die nachhaltigen Margenziele, d. h. eine Ziel EBITDA-Marge von 2,70 % ab dem Geschäftsjahr 2010/11, für die Folgejahre haben wir beibehalten.

Bei der Bewertung im Rahmen des DCF-Modells führt der Bruttoemissionserlös von insgesamt 36,6 Mio. € aus der Kapitalerhöhung zu einem Verwässerungseffekt, da der Bezugspreis mit 16,50 € unterhalb des von uns bislang ermittelten fairen Wertes in Höhe von 22,75 € lag. In Verbindung mit der leicht reduzierten EBITDA-Schätzung für das laufende Geschäftsjahr 2008/09 haben wir einen neuen fairen Wert für die Aktie von PC-WARE von 21,16 € (bisher: 22,75 €) ermittelt.

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010/11 - Phase 2	
Umsatzwachstum	6,0%
EBITDA-Marge	2,7%
Steuerquote	32,0%
Working Capital in % vom Umsatz	0,0%
Umsatz zu OAV	2878%
Abschreibungen vom OAV	14,4%
Werttreiber - DCF Bewertung Endwert - Phase 3	
Umsatzwachstum	2,0%
Kapitalrendite	46,2%

## Discounted Cash Flow Modell

PC-WARE wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2008/09 und 2009/10 in Phase 1, erfolgt von 2010/11 bis 2014/15 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir in der zweiten Phase mit Steigerungen beim Umsatz von 6,0 % kalkuliert. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 2,70 % angenommen.

Bei der Steuerquote haben wir die Unternehmenssteuerreform ab 2008/09 berücksichtigt und einen Steuersatz von 32,0 % angenommen. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Steuerquote von 32,0 %. Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 10,6 % (bisher: 11,0 %) errechnet.

**Der resultierende faire Wert auf Basis des Jahres 2008/09 liegt bei 21,16 € (bisher: 22,75 €).**

in Mio. EUR	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	Endwert
Gesamtleistung	845,50	920,00	975,20	1033,71	1095,73	1161,48	1231,17	
Umsatzveränderung	8,5%	8,8%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	2,0%
EBITDA-Marge	2,2%	2,5%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	
Abschreibungen (auf IK)	-4,60	-4,60	-4,61	-4,88	-5,18	-5,49	-5,82	
Abschreibungen vom OAV	14,8%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	
EBITA	13,74	18,28	21,72	23,03	24,41	25,87	27,42	
EBITA-Marge	1,6%	2,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	30,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	
EBI (NOPLAT)	9,62	12,43	14,77	15,66	16,60	17,59	18,65	19,78
Working Capital	-8,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Working Capital zu Umsatz	-0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Operatives Anlagevermögen	31,00	32,00	33,92	35,96	38,11	40,40	42,82	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	2727,4%	2875,0%	2875,0%	2875,0%	2875,0%	2875,0%	2875,0%	
Investiertes Kapital (IK)	23,00	32,00	33,92	35,96	38,11	40,40	42,82	
Kapitalrendite	177,1%	54,0%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%	46,2%
<b>Free Cashflows:</b>								
EBITDA	18,34	22,88	26,33	27,91	29,58	31,36	33,24	
Steuern auf EBITA	-4,12	-5,85	-6,95	-7,37	-7,81	-8,28	-8,78	
Investitionen in OAV	-5,72	-5,60	-6,53	-6,92	-7,33	-7,77	-8,24	
Veränderung des Working Capital	-16,45	-8,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	-10,00	-10,00	-10,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Freier Cashflow</b>	<b>-17,95</b>	<b>-6,57</b>	<b>2,85</b>	<b>13,62</b>	<b>14,44</b>	<b>15,31</b>	<b>16,22</b>	<b>220,11</b>

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e
Barwert expliziter FCFs	14,72	34,22	44,42	46,28
Barwert des Continuing Value	108,74	120,26	133,01	147,11
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	123,45	154,49	177,43	193,38
Nettoschulden (Net debt)	-8,58	-24,17	-12,60	-8,58
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	132,03	178,66	190,03	201,96
Fremde Gewinnanteile	-1,56	-2,11	-2,25	-2,39
Wert des Aktienkapitals	130,47	176,55	187,78	199,57
Ausstehende Aktien in Mio.	6,11	8,34	8,34	8,34
<b>Fairer Wert der Aktie in EUR</b>	<b>21,36</b>	<b>21,16</b>	<b>22,51</b>	<b>23,93</b>

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e
Dividendenzahlung	-3,05	-5,01	-6,67	-5,00
Zinsaufwand/ertrag	-0,10	0,00	-0,20	-0,05
Kapitalerhöhung	36,60	0,00	0,00	0,00

Sensitivitätsanalyse - fairer Wert je Aktie in EUR - Stand GJ 2009e					
WACC	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%
Kapitalrendite					
42,2%	22,42	21,05	19,86	18,81	17,88
44,2%	23,19	21,76	20,51	19,41	18,43
46,2%	23,97	22,48	<b>21,16</b>	20,01	18,98
48,2%	24,75	23,19	21,82	20,61	19,54
50,2%	25,53	23,90	22,47	21,21	20,09

## Fazit

Das operative Ergebnis von PC-WARE für das abgelaufene zweite Quartal 2008/09 lag unterhalb unserer Erwartungen. Das Sorgenkind ist weiterhin das defizitäre Hardwaregeschäft. Dennoch gelang es der Gesellschaft, zum Halbjahr 2008/09 ein dynamisches Umsatzwachstum im Vergleich zum Vorjahr von knapp 22 % vorzuweisen. Dabei konnten fast ausnahmslos alle ausländischen Tochtergesellschaften mit deutlichen Zuwächsen aufwarten. Aktuell werden fast 58 % aller Konzernumsätze im Ausland erwirtschaftet.

Durch die inzwischen durchgeführte Kapitalerhöhung sind PC-WARE liquide Mittel von über 36 Mio. € zugeflossen, die zu einer nachhaltigen Stärkung der Eigenkapitalbasis führen. Die Kapitalerhöhung wurde dabei fast vollständig von dem neuen Großaktionär Raiffeisen Informatik gezeichnet, welcher mittlerweile über 47 % der Anteile an PC-WARE hält. Wir gehen davon aus, dass PC-WARE das frische Kapital für weitere Akquisitionen verwenden wird. Es ist fester Bestandteil der Unternehmensstrategie, den Konsolidierungsprozess innerhalb der IT-Branche in Europa aktiv mitzugestalten. Hierzu sollten PC-WARE mit der Raiffeisen Bankengruppe als neuem Großaktionär im Rücken zudem weitreichende Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen.

**Bis Ende November 2008 erwarten wir die Angebotsunterlagen für das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot durch die Raiffeisen Informatik an die Aktionäre der PC-WARE AG. Mit einer Stellungnahme der Organe rechnen wir dann mit Veröffentlichung des Übernahmeangebots. Den neuen fairen Wert für die Aktie der PC-WARE AG sehen wir bei 21,16 € (bisher: 22,75 €).**

# Anhang

## §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwendet, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>**



## **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse: <http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

### **§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die komplettierten historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)****§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse (n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

Manuel Hölzle, Dipl. Kfm., Chefanalyst

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



GBC AG®  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)