

HALTEN**Kursziel: 18,02 €**Kurs: 17,19 €
26.8.2009, 9:02 Uhr
Xetra**Letztes Rating/
Kursziel:**
10.7.2009
Kaufen/ 20,89 €**Marktsegment:**
Prime Standard**Rechnungslegung:**
IFRS**Analysten:****Philipp Leipold**
leipold@gbc-ag.de**Manuel Hoelzle**
hoelzle@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**PC-WARE
Dr. Ingmar Ackermann
Blochstr. 1
D-04329 Leipzig**Tel.:** 0341-2568-148
Fax: 0341-2568-876ir@pc-ware.de
www.pc-ware.de**8.9.2009****PC-WARE AG^{(5)*}****Unternehmensprofil:****Branchen:** Software/IT**Fokus:** Software-Lizenzierung, Con-
sulting & Services, Systemhaus
(IT-Infrastruktur Services)**Mitarbeiter:** 1.679 (30.06.2009)**Firmensitz:** Leipzig, D**Gründung:** 1990**Vorstand:** Dr. Klaus Elsbacher,
Hansjörg Egger, Dr. Thomas Reich

WKN: 691090

ISIN: DE0006910904

Börsenkürzel: PCW

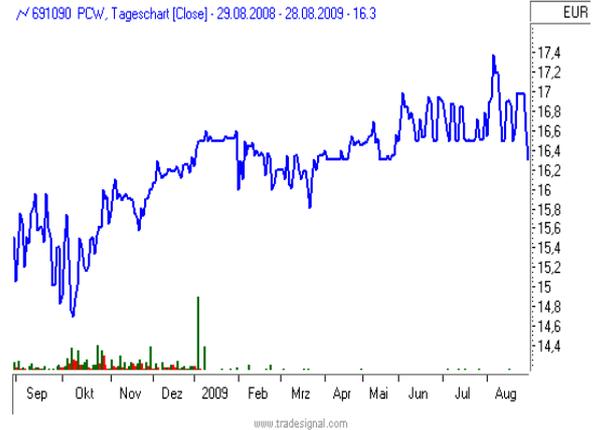
Anzahl Aktien: 8,342 Mio.

Marktkap.: 143,40Mio. €

Streubesitz: 13,58 %

52 W Hoch: 17,39 €*
52 W Tief: 14,68 €*
Durchs. Tagesvolumen : 144.734 €*
* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

~/691090 PCW, Tageschart [Close] - 29.08.2008 - 28.08.2009 - 16.3



in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009	GJ 2010e	GJ 2011e
Umsatz	692,15	776,40	890,32	900,00	925,00
EBITDA	11,67	17,11	18,16	12,37	15,27
EBIT	8,69	12,47	12,89	5,57	8,77
Jahresüberschuss	5,21	8,62	8,66	3,48	5,65
in EUR					
EPS	0,85	1,41	1,20	0,42	0,68
Dividende	0,50	0,50	0,65	0,20	0,30
in %					
EBITDA-Marge	1,7	2,2	2,0	1,4	1,7
EBIT-Marge	1,3	1,6	1,4	0,6	0,9
Dividendenrendite	2,9	2,9	3,8	1,2	1,7
Kennzahlen					
EV/ Sales	0,13	0,13	0,13	0,13	0,12
EV / EBITDA	7,67	5,77	6,33	9,30	7,53
Kurs-Gewinn-Verhältnis	20,20	12,21	14,32	41,16	25,39
Kurs-Buchwert-Verhältnis			1,30		

Highlights:

- Umsatzerlöse und operatives Ergebnis im Q1 2009/10 deutlich unter dem Vorjahresniveau
- Einmalige Sondereffekte belasten das operative Ergebnis im Q1 2009/10
- Weiterhin gesunde Finanzsituation und hohe Nettoliquidität
- Dividendenausschüttung von 0,65 € anlässlich der Hauptversammlung erfolgt
- Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 nach unten korrigiert

Unternehmen

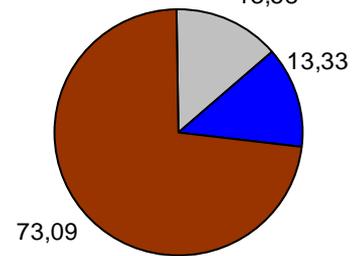
Profil

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 vertreten. Der Bereich Software-Lizenzierung, 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 2008/2009 steigerte PC-WARE die Umsatzerlöse auf ein neues Rekordniveau von 890,3 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
Raiffeisen Informatik GmbH*	73,09
Dr. Knut Löschke	13,33
Streubesitz:	13,58
* über "PERUNI" Holding GmbH	

Aktionärsstruktur (in %)



□ Free Float ■ Dr. Löschke ■ Raiffeisen Informatik GmbH

Quelle: PC-WARE, GBC

Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Halbjahresbericht 2009/10	16.11.2009

Geschäftsentwicklung - 1. Quartal 2009/10

in Mio. €	Q1 2008/09	Q1 2009/10	2008/09 vs. 2009/10
Umsatz	231,04	216,43	-6,3 %
EBITDA	3,96	-4,73	n. a.
EBIT	2,65	-7,32	n. a.
Periodenergebnis	1,78	-6,60	n. a.
EPS in €	0,26	-0,84	n. a.

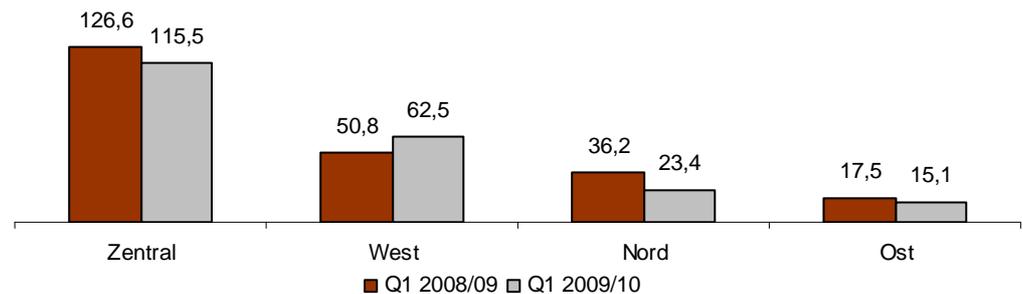
* Berücksichtigung der erhöhten Aktienanzahl infolge Kapitalerhöhung im November 2008

Quelle: PC-WARE, GBC

Umsatzentwicklung

Die PC-WARE AG konnte sich in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009/10 dem konjunkturellen Abschwung nicht entziehen und verzeichnete eine rückläufige Umsatzentwicklung. Die Umsatzerlöse beliefen sich im ersten Quartal 2009/10 auf 216,43 Mio. € gegenüber 231,04 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum, was einem Rückgang von 6,3 % entspricht. Ausschlaggebend für diesen Rückgang war vornehmlich die schwächere operative Entwicklung auf dem Heimatmarkt Deutschland. Hier reduzierte sich das Umsatzvolumen im ersten Quartal 2009/10 um 16,1 % auf 83,86 Mio. € (VJ: 99,96 Mio. €). Der Auslandsanteil an den Gesamtumsätzen erhöhte sich folgerichtig von 56,7 % in 2008/09 auf nunmehr 61,3 % in 2009/10. Das nachfolgende Schaubild zeigt die Umsatzverteilung nach den vier Regionen.

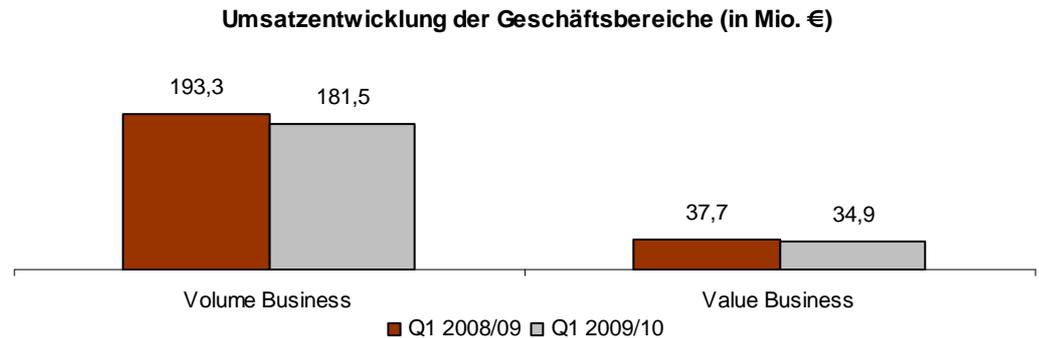
Umsatzentwicklung nach Regionen (in Mio. €)



Quelle: PC-WARE, GBC

Die Region West konnte dabei dank einer deutlichen Steigerung der Landesgesellschaft BeNeLux bei den Umsatzerlösen auf 62,5 Mio. € (VJ: 50,8 Mio. €) zulegen. Die Landesgesellschaft BeNeLux ist mit einem Umsatzvolumen von 49,41 Mio. € im ersten Quartal 2009/10 der zweitwichtigste Absatzmarkt für PC-WARE nach Deutschland. Hier verfügt die Gesellschaft über eine hervorragende Marktstellung im Bereich des öffentlichen Dienstes. Umsatzrückgänge mussten dagegen die skandinavischen Tochtergesellschaften sowie die Niederlassung in Großbritannien verzeichnen.

Eine Untergliederung der Umsatzerlöse nach den beiden Geschäftsbereichen „Volume Business“ und „Value Business“ zeigt folgendes Bild.



Quelle: PC-WARE, GBC

Im Segment „**Volume Business**“ reduzierte sich das Umsatzniveau in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009/10 um 6,1 % auf 181,55 Mio. € (VJ: 193,28 Mio. €), was im Wesentlichen auf einen schwächeren Verlauf im Kerngeschäft Softwarelizenzierung zurückzuführen ist. Der Trend hin zu direkten Microsoft Enterprise Agreements (DEAs) hat sich auch im abgelaufenen ersten Quartal weiter fortgesetzt, so dass das Volumen hier um knapp 33 % auf 119,9 Mio. € (VJ: 90,2 Mio. €) zunahm. Der Anteil der Umsätze mit Microsoft-Produkten ging im ersten Quartal 2009/10 geringfügig auf 51,8 % gegenüber 52,5 % im Vorjahresquartal zurück. Im zweiten Untersegment Hardware entwickelten sich die Umsatzerlöse mit 8,7 Mio. € (VJ: 10,2 Mio. €) leicht rückläufig.

Der zweite Geschäftsbereich „**Value Business**“ musste ebenfalls einen Umsatzrückgang von 37,74 Mio. € in 2008/09 auf 34,87 Mio. € hinnehmen. Diese Entwicklung ist im Zusammenhang mit der konjunkturell bedingten schwächeren Nachfrage von Kundenseite zu sehen.

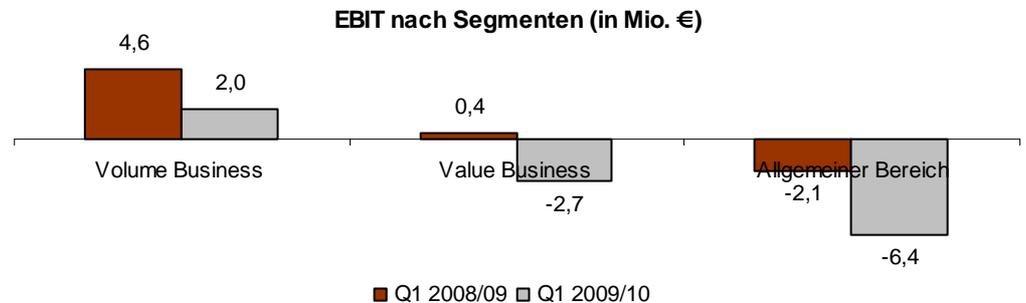
Ergebnisentwicklung

Die Rohertragsmarge ging von 15,16 % in 2008/09 auf 14,81 % in den ersten drei Monaten 2009/10 leicht zurück. Dies erklärt sich neben geringeren aktivierten Eigenleistungen von rund 0,7 Mio. € durch einen verstärkten Preisdruck, insbesondere im Kerngeschäft Softwarelizenzierung. Der absolute Rohertrag reduzierte sich in 2009/10 folglich um rund 3 Mio. € auf 32,05 Mio. €. Eine überproportionale Steigerung war beim Personalaufwand im ersten Quartal zu beobachten, welcher von 22,30 Mio. € in 2008/09 um über 5 Mio. € auf 27,45 Mio. € in 2009/10 anstieg. Neben einer deutlich erhöhten Mitarbeiteranzahl auf Konzernebene (1.679 zum 30.6.2009 vs. 1.490 zum 30.6.2008) hängt dies auch mit den Abfindungen im Rahmen des Vorstandswechsels zusammen.

Aufgrund des gesunkenen Rohertrages sowie den deutlich angestiegenen Personalaufwendungen fiel das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) deutlich negativ aus und lag mit -4,73 Mio. € (VJ: 3,96 Mio. €) erheblich unter unseren Erwartungen. Die Zunahme der Abschreibungen um annähernd 100 % auf 2,59 Mio. € (VJ: 1,31 Mio. €) liegt in erbrachten Entwicklungsleistungen für die Inbetriebnahme des ERP-Systems begründet. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)

verschlechterte sich deutlich und betrug -7,32 Mio. € im ersten Quartal 2009/10 gegenüber 2,65 Mio. € im Vorjahr.

Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Entwicklung des operativen Ergebnisses nach den Segmenten Volume Business, Value Business sowie Allgemeiner Bereich.



Quelle: PC-WARE, GBC

Unter Berücksichtigung eines fast ausgeglichenen Finanzergebnisses von -0,07 Mio. € und der Aktivierung von latenten Steuern belief sich der Periodenüberschuss auf -6,60 Mio. € (VJ: 1,78 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) in Höhe von -0,80 € (VJ: 0,29 €) entspricht.

Bilanzielle Situation

Das Eigenkapital verminderte sich zum 30.6.2009 analog zum Periodenfehlbetrag auf 106,25 Mio. €, was einer soliden Eigenkapitalquote von 30,1 % gleichkommt. Der deutliche Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen als auch der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen ist auf die hohen Umsatzerlöse im Segment Softwarelizenzierung im Monat Juni zurückzuführen. Dies hängt damit zusammen, dass im Juni jeweils das Geschäftsjahr von Microsoft endet. Das Net Working Capital blieb im Vergleich zum 31.3.2009 mit -21,4 Mio. € fast unverändert. Auf der Aktivseite der Bilanz verringerte sich der Geschäfts- und Firmenwert infolge der finalen Ermittlung der Anschaffungskosten der Comparex-Gruppe sowie Wechselkurseffekten um 2,97 Mio. €. Es erfolgte jedoch keine Wertberichtigung im Rahmen eines Impairment-Tests.

Die Nettoliquidität ist als sehr komfortabel einzustufen und belief sich Ende Juni 2009 auf 28,7 Mio. €. Damit verfügt die PC-WARE AG weiterhin über eine sehr gesunde Liquiditätsposition. Im Juli 2009 wurde die letzte Kaufpreiszahlung in Höhe von 10 Mio. € für die Übernahme der Comparex-Gruppe bezahlt, was im zweiten Quartal 2009/10 zu einem Liquiditätsabfluss in genannter Höhe führen wird. Hierfür wurden allerdings bereits entsprechende bilanzielle Vorkehrungen getroffen.

Bewertung

DCF Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) von PC-WARE werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,50 % (bisher: 3,25 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,41.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,28 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 90 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,54 % (bisher: 10,31 %).

COST OF CAPITAL	In %
Eigenkapitalkosten	11,3
Zielgewicht in %	90,0
Fremdkapitalkosten	5,0
Zielgewichtung in %	10,0
Taxshield in %	22,5
WACC	10,5

PC-Ware AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	2,0%	ewige EBITA - Marge	1,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,8%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,5%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	900,00	925,00	971,25	1019,81	1070,80	1124,34	1180,56	1239,59	
US Veränderung	1,1%	2,8%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	26,47	26,81	28,57	29,99	31,22	32,59	33,73	34,92	
EBITDA	12,37	15,27	19,43	20,40	21,42	22,49	23,61	24,79	
EBITDA-Marge	1,4%	1,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBITA	5,57	8,77	12,93	13,99	15,01	16,02	17,11	18,20	
EBITA-Marge	0,6%	0,9%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,5%	1,5%
Steuern auf EBITA	-1,73	-2,72	-4,01	-4,34	-4,65	-4,97	-5,30	-5,64	
zu EBITA	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	3,84	6,05	8,92	9,65	10,36	11,06	11,81	12,56	
Kapitalrendite	29,4%	31,9%	42,5%	48,7%	54,2%	59,2%	65,3%	70,7%	73,7%
Working Capital (WC)	-15,00	-13,50	-14,18	-14,89	-15,63	-16,42	-17,24	-18,10	
WC zu Umsatz	-1,7%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	
Investitionen in WC	-6,17	-1,50	0,68	0,71	0,74	0,78	0,82	0,86	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	34,00	34,50	34,00	34,00	34,30	34,50	35,00	35,50	
AFA auf OAV	-6,80	-6,50	-6,50	-6,41	-6,41	-6,46	-6,50	-6,59	
AFA zu OAV	20,0%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	
Investitionen in OAV	-6,57	-7,00	-6,00	-6,41	-6,71	-6,66	-7,00	-7,09	
Investiertes Kapital	19,00	21,00	19,82	19,11	18,67	18,08	17,76	17,40	
EBITDA	12,37	15,27	19,43	20,40	21,42	22,49	23,61	24,79	
Steuern auf EBITA	-1,73	-2,72	-4,01	-4,34	-4,65	-4,97	-5,30	-5,64	
Investitionen gesamt	-12,74	-8,50	-5,32	-5,70	-5,96	-5,88	-6,18	-6,23	
Investitionen in OAV	-6,57	-7,00	-6,00	-6,41	-6,71	-6,66	-7,00	-7,09	
Investitionen in WC	-6,17	-1,50	0,68	0,71	0,74	0,78	0,82	0,86	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-2,10	4,05	10,10	10,36	10,80	11,64	12,13	12,92	146,13
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	119,41	127,94							
Barwert expliziter FCFs	46,95	47,84							
Barwert des Continuing Value	72,47	80,10							
Nettoschulden (Net debt)	-22,83	-24,91							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	142,24	152,86							
Fremde Gewinnanteile	-2,35	-2,53							
Wert des Aktienkapitals	139,89	150,33							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,342	8,342							
Fairer Wert der Aktie in EUR	16,77	18,02							

Kapitalkostenermittlung :	
risikolose Rendite	3,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,41
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	22,5%
WACC	10,5%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC								
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%	12,0%	12,5%
65,7%	20,85	19,65	18,62	17,73	16,95	16,26	15,65	15,11	14,63
67,7%	21,24	20,00	18,94	18,02	17,22	16,51	15,88	15,32	14,82
69,7%	21,63	20,36	19,26	18,31	17,49	16,75	16,11	15,53	15,02
71,7%	22,02	20,71	19,58	18,61	17,75	17,00	16,34	15,74	15,21
73,7%	22,41	21,06	19,90	18,90	18,02	17,25	16,56	15,95	15,41
75,7%	22,80	21,42	20,22	19,19	18,29	17,49	16,79	16,16	15,60
77,7%	23,19	21,77	20,55	19,48	18,56	17,74	17,02	16,37	15,79
79,7%	23,58	22,12	20,87	19,78	18,82	17,99	17,24	16,58	15,99
81,7%	23,97	22,47	21,19	20,07	19,09	18,23	17,47	16,79	16,18

Ausblick und Fazit

Die PC-WARE AG bekam im laufenden Quartal 2009/10 die Folgen der konjunkturellen Abschwächung verstärkt zu spüren und musste seit längerer Zeit wieder einen Umsatzrückgang auf Quartalsebene verzeichnen. Dabei reduzierten sich die Umsätze gleichermaßen in den beiden Geschäftsbereichen „Volume Business“ sowie „Value Business“. Das schwierige Marktumfeld und der damit einhergehende zunehmende Wettbewerb führte des Weiteren zu einer rückläufigen Entwicklung der Rohertragsmarge im ersten Quartal 2009/10. Dies in Verbindung mit einem deutlich gestiegenen Personalaufwand hatte ein negatives EBITDA in Höhe von -4,73 Mio. € zur Folge, so dass unsere Erwartungen klar verfehlt wurden. Zusätzlich haben einmalige Sondereffekte das operative Ergebnis im ersten Quartal nicht unwesentlich belastet.

Für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 haben wir mit Vorlage der Zahlen zum ersten Quartal unsere Schätzungen hinsichtlich des Umsatzes und des operativen Ergebnisses nach unten korrigiert. Nunmehr erwarten wir auf Konzernebene Umsatzerlöse für 2009/10 von 900,00 Mio. € (bisher: 925,00 Mio. €) sowie ein EBITDA in Höhe von 12,37 Mio. € (bisher: 19,42 Mio. €). Der Vorstand hat für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 aufgrund der konjunkturellen Unsicherheit sowie anstehender Anpassungsmaßnahmen von einer konkreten Prognose Abstand genommen.

Die Gesellschaft befindet sich weiterhin in einer überaus komfortablen Finanzlage und verfügt über eine gute Eigenkapitalausstattung. Per Ende Juni 2009 lag die Nettoliquidität bei rund 28,8 Mio. € und die Eigenkapitalquote belief sich auf 30,1 %. Damit verfügt PC-WARE über die notwendigen finanziellen Spielräume, um das Wachstum zukünftig über Akquisitionen zu forcieren. Anlässlich der Hauptversammlung am 27.8.2009 wurde eine Dividende in Höhe von 0,65 € an die Aktionäre ausgeschüttet.

Infolge des schwachen ersten Quartals sowie der Anpassung unserer Schätzungen für das laufende Geschäftsjahr 2009/10 haben wir einen neuen fairen Wert für die Aktie der PC-WARE AG in Höhe von 18,02 € (bisher: 20,89 €) ermittelt. Wir stufen die Aktie von PC-WARE daher von „Kaufen“ auf „Halten“ herab.

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 Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
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



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