

**Verkaufen**

**Kursziel: 15,35**

aktueller Kurs: 19,10  
19.3.2010 / Xetra

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE0006910904

WKN: 691090

Börsenkürzel: PCW

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 8,342

Marketcap<sup>3</sup>: 159,33  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 129,09  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 9,0 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.3

Designated Sponsor:  
CBS

**Analysten:**

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

Manuel Hölzle  
[hoelzle@gbc-ag.de](mailto:hoelzle@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite V

**26.3.2010**

**PC-WARE AG \*5**

**Unternehmensprofil**

Branche: IT

Fokus: Software-Lizenzierung, Systemhaus

Mitarbeiter: 1632 Stand: 31.12.2009

Gründung: 1990

Firmensitz: Leipzig

Vorstand: Dr. Klaus Elsbacher, Hansjörg Egger,  
Dr. Thomas Reich



Quelle: BIS

Die PC-WARE AG zählt zu den führenden herstellerunabhängigen ICT-Dienstleistern in Europa. Im ersten Geschäftsfeld Software (Softwarelizenzierung, Lizenzvertragsberatung, Software & IT Asset Management) ist PC-WARE Marktführer in Europa. Das Unternehmen gehört zu den 5 Microsoft LARs für das gesamte EMEA-Gebiet. Darüber hinaus bietet PC-WARE ein breites Consulting-, Lösungs- und Servicespektrum im Software-Umfeld, angefangen von der Analyse und Konzeptionierung über Implementierung, 7 x 24 h MultiVendor Helpdesk bis hin zu Learning Services. Fokusthemen des Unternehmens sind Virtualisierung, IT-Security, Systems Management, Kommunikation und Collaboration (mit Unified Communications-, Microsoft Exchange-, Sharepoint-Lösungen) und Software Asset Management. Das zweite Kerngeschäftsfeld bilden die COMPAREX-Gesellschaften als führende herstellerunabhängige Anbieter in den Bereichen Infrastruktur, Consulting und Managed Services für Rechenzentren. Schwerpunkte des COMPAREX-Geschäfts sind Analyse, Beratung, Design und Implementierung sowie MultiVendor Support für komplexe Infrastrukturen.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.3.2008	31.3.2009	31.3.2010e	31.3.2011e
Umsatz	776,40	890,30	825,00	850,00
EBITDA	17,10	18,20	24,20	13,76
EBIT	12,50	12,90	1,20	7,26
Jahresüberschuss	8,60	8,70	0,90	4,81

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	1,03	1,04	0,11	0,58
Dividende je Aktie	0,50	0,65	0,00	0,20

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,19	0,14	0,16	0,15
EV/EBITDA	8,61	7,09	5,33	9,38
EV/EBIT	11,78	10,01	107,58	17,78
KGV	18,53	18,31	177,04	33,13
KBV		1,42		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
30.06.2010: Veröffentlichung GB

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
10.12.2009: RS / VERKAUFEN  
21.9.2009: RS / HALTEN  
9.9.2009: RG / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Geschäftsentwicklung - 9M 2009/10

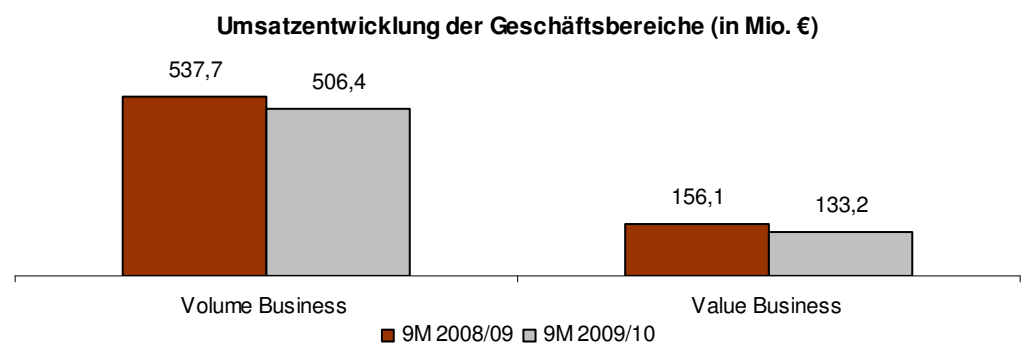
in Mio. €	9M 2008/09	9M 2009/10	2008/09 vs. 2009/10
Umsatz	693,87	639,358	-7,8 %
EBITDA	13,46	24,95	85,4 %
EBIT	9,49	3,21	-66,2 %
Periodenergebnis	5,29	5,42	2,5 %
EPS in €	0,78	0,65	-15,3 %

Quelle: PC-WARE, GBC

### Umsatzentwicklung - Rückgang in beiden Geschäftsbereichen

Die PC-WARE AG konnte sich in den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009/10 den schwierigen Marktbedingungen im IT-Sektor nicht entziehen und musste einen rückläufigen Umsatz auf Konzernebene hinnehmen. So lagen die Umsatzerlöse nach den ersten neun Monaten 2009/10 mit 639,58 Mio. € rund 7,8 % unter dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum (VJ: 693,87 Mio. €). Im traditionell stärksten dritten Quartal 2009/10 gingen die Umsatzerlöse um 9,0 % auf 271,15 Mio. € (VJ: 297,92 Mio. €) zurück.

Dabei verzeichneten die beiden Geschäftsbereiche „**Volume Business**“ sowie „**Value Business**“ gleichermaßen einen Umsatzrückgang. Während sich der Umsatz im Segment „Volume Business“ nach den ersten neun Monaten 2009/10 um 5,8 % auf 506,38 Mio. € (VJ: 537,74 Mio. €) rückläufig entwickelte, reduzierten sich die Umsatzerlöse im zweiten Bereich „Value Business“ um 14,7 % auf 133,20 Mio. € gegenüber 156,10 Mio. € im Vorjahreszeitraum. Im Segment „Volume Business“ hat sich die weitere Verlagerung hin zu direkten Microsoft Enterprise Agreements (DEAs) auch nach den ersten drei Quartalen 2009/10 fortgesetzt, was sich negativ auf die Umsatzentwicklung ausgewirkt hat. Die rückläufige Entwicklung im Bereich „Value Business“ ist vor allem vor dem Hintergrund einer konjunkturell bedingten schwächeren Nachfrage auf Kundenseite zu verstehen. Die nachstehende Graphik veranschaulicht die Umsatzentwicklung der beiden Geschäftsbereiche nach den ersten neun Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2009/10.



Quelle: PC-WARE, GBC

Eine regionale Aufteilung der Umsätze wurde mit Vorlage des 9-Monats-Berichts 2009/10 erstmalig nicht mehr vorgenommen.

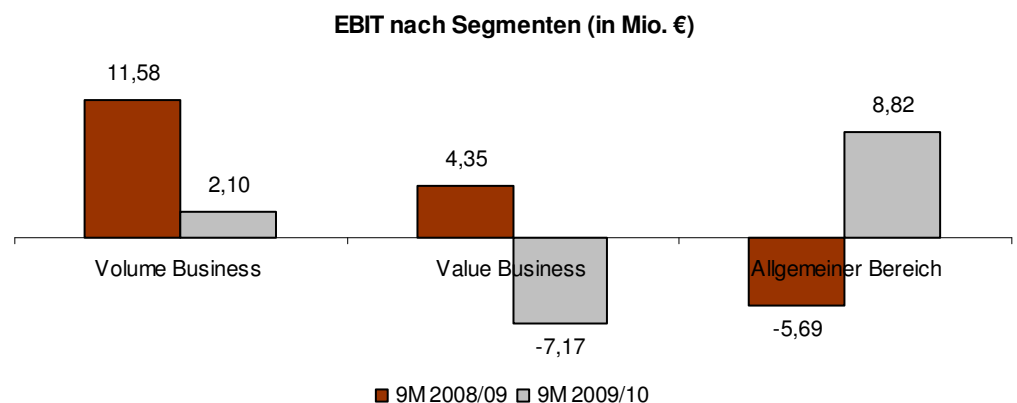
### Ergebnisentwicklung - Durch Sondereffekte beeinflusst

Der Rohertrag verringerte sich in den ersten neun Monaten 2009/10 geringfügig um rund 6,3 Mio. € auf 99,29 Mio. €. Die Rohertragsmarge stieg allerdings auf 17,06 % (VJ: 15,76 %) an. Neben einem Anstieg der DEAs ist dies auch auf höhere sonstige betriebliche Erträge zurückzuführen. Diese betragen nach den ersten neun Monaten 2009/10 3,60 Mio. € (VJ: 2,72 Mio. €). Als wesentlicher Grund hierfür ist der weitere Anstieg der direkten Microsoft Enterprise Agreements zu nennen.

Zu einer deutlichen Steigerung kam es bei den Personalaufwendungen. Diese erhöhten sich nach den ersten neun Monaten 2009/10 um 22,7 % von 68,65 Mio. € im Vorjahr auf 84,23 Mio. €. Im Rahmen der Berichterstattung wurden zudem die sonstigen betrieblichen Erträge sowie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen erstmalig zusammengefasst ausgewiesen. Dieser Posten erhöhte sich im Vergleich zum Vorjahr signifikant auf 9,89 Mio. € (VJ: -23,45 Mio. €). Dies erklärt sich im Wesentlichen durch positive nicht liquiditätswirksame Sondereffekte im Zusammenhang mit der Akquisition der Massridge Holdings. Hierzu gehören die beiden Comparex Gesellschaften in Belgien und Luxemburg. Das Umsatzvolumen sollte sich nach unseren Schätzungen in einem niedrigen Mio. € Bereich liegen. Der vorläufige Kaufpreis beträgt 1,3 Mio. €

Dank des dritten Quartals konnte PC-WARE nach den ersten neun Monaten 2009/10 wieder ein positives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) von 24,95 Mio. € (VJ: 13,46 Mio. €) erzielen. Bereinigt um die Sondereffekte lag das EBITDA mit 3,8 Mio. € allerdings unter dem Vorjahresniveau von 9,6 Mio. €. Die Abschreibungen erhöhten sich aufgrund der Anpassung des Geschäfts- und Firmenwertes sowie der Inbetriebnahme des ERP-Systems deutlich von 3,97 Mio. € in 2008/09 auf 21,74 Mio. € in 2009/10.

Die nachstehende Graphik zeigt die operativen Ergebnisse der drei Geschäftsbereiche Volume Business, Value Business sowie Allgemeiner Bereich.



Quelle: PC-WARE, GBC

Unter Berücksichtigung des leicht negativen Zinsergebnisses von -0,22 Mio. € (VJ: -0,45 Mio. €) lag das Vorsteuerergebnis nach den ersten drei Quartalen 2009/10 bei 3,00 Mio. € (VJ: 9,05 Mio. €). Aufgrund der Aktivierung von latenten Steuern betrug das Periodenergebnis 5,42 Mio. € (VJ: 5,36 Mio. €), was einem Gewinn je Aktie (EPS) von 0,61 € (VJ: 0,72 €) entspricht.

### **Bilanzielle Situation**

Das Eigenkapital blieb mit 112,33 Mio. € zum 31.12.2009 im Vergleich zum Beginn des Geschäftsjahres annähernd konstant. Damit lag die Eigenkapitalquote bei 29,5 % per Ende Dezember 2009. Auf der Aktivseite der Bilanz stiegen die immateriellen Vermögensgegenstände infolge der Akquisition der Massridge Holdings um knapp 50 Mio. € auf 70,96 Mio. € an, während sich der Geschäfts- und Firmenwert aufgrund der Wertberichtigung um rund 15,5 Mio. € auf 51,85 Mio. € reduzierte. Das Net Working Capital belief sich zum 31.12.2009 auf -31,3 Mio. €.

Die Nettoliquidität im Konzern ist mit 19,42 Mio. € weiterhin als komfortabel zu bewerten. Im Juli 2009 wurde die letzte Kaufpreiszahlung in Höhe von 10 Mio. € für die Übernahme der Comparex-Gruppe bezahlt. Des Weiteren beliefen sich die Investitionen in das Anlagevermögen nach den ersten neun Monaten 2009/10 auf rund 4,66 Mio. €.

## PC-Ware AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	2,0%	ewige EBITA - Marge	1,4%
AFA zu operativen Anlagevermögen	18,8%	effektive Steuerquote im Endwert	31,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,9%		

### 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)	825,00	850,00	884,00	919,36	956,13	994,38	1034,15	1075,52	
US Veränderung	-7,3%	3,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	24,26	24,64	26,00	27,04	27,88	28,82	29,80	30,91	
EBITDA	24,20	13,76	17,68	18,39	19,12	19,89	20,68	21,51	
EBITDA-Marge	2,9%	1,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
EBITA	1,20	7,26	11,18	11,98	12,72	13,43	14,18	14,97	
EBITA-Marge	0,1%	0,9%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Steuern auf EBITA zu EBITA	0,00	-2,25	-3,47	-3,71	-3,94	-4,16	-4,40	-4,64	
EBI (NOPLAT)	0,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%	31,0%
EBI (NOPLAT)	1,20	5,01	7,71	8,27	8,77	9,26	9,79	10,33	
Kapitalrendite	9,2%	31,3%	41,7%	47,6%	52,5%	56,7%	61,9%	67,7%	72,2%
Working Capital (WC)	-18,00	-16,00	-16,62	-17,28	-17,98	-18,69	-19,44	-20,22	
WC zu Umsatz	-2,2%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	
Investitionen in WC	-3,17	-2,00	0,62	0,66	0,69	0,72	0,75	0,78	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	34,00	34,50	34,00	34,00	34,30	34,50	34,70	34,80	
AFA auf OAV	-23,00	-6,50	-6,50	-6,41	-6,41	-6,46	-6,50	-6,54	
AFA zu OAV	67,6%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	18,8%	
Investitionen in OAV	-22,77	-7,00	-6,00	-6,41	-6,71	-6,66	-6,70	-6,64	
Investiertes Kapital	16,00	18,50	17,38	16,72	16,32	15,81	15,26	14,58	
EBITDA	24,20	13,76	17,68	18,39	19,12	19,89	20,68	21,51	
Steuern auf EBITA	0,00	-2,25	-3,47	-3,71	-3,94	-4,16	-4,40	-4,64	
Investitionen gesamt	-25,94	-9,00	-5,38	-5,74	-6,01	-5,94	-5,95	-5,86	
Investitionen in OAV	-22,77	-7,00	-6,00	-6,41	-6,71	-6,66	-6,70	-6,64	
Investitionen in WC	-3,17	-2,00	0,62	0,66	0,69	0,72	0,75	0,78	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,74	2,51	8,83	8,93	9,17	9,78	10,33	11,01	120,00
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	98,88	106,78							
Barwert expliziter FCFs	39,33	40,95							
Barwert des Continuing Value	59,56	65,83							
Nettoschulden (Net debt)	-23,19	-23,73							
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00							
Wert des Eigenkapitals	122,07	130,51							
Fremde Gewinnanteile	-2,33	-2,49							
Wert des Aktienkapitals	119,74	128,02							
Ausstehende Aktien in Mio.	8,342	8,342							
Fairer Wert der Aktie in EUR	14,35	15,35							

### Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,46
Eigenkapitalkosten	11,3%
Zielgewichtung	90,0%
Fremdkapitalkosten	5,0%
Zielgewichtung	10,0%
Taxshield	22,5%
<b>WACC</b>	<b>10,5%</b>

### 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%	
64,2%	17,65	16,66	15,82	15,09	14,45	13,88	13,38	12,94	12,54	
66,2%	17,98	16,96	16,09	15,33	14,67	14,09	13,57	13,12	12,70	
68,2%	18,30	17,26	16,36	15,58	14,90	14,30	13,77	13,29	12,87	
70,2%	18,63	17,55	16,63	15,82	15,12	14,50	13,96	13,47	13,03	
72,2%	18,96	17,85	16,90	16,07	15,35	14,71	14,15	13,64	13,20	
74,2%	19,29	18,15	17,17	16,31	15,57	14,92	14,34	13,82	13,36	
76,2%	19,61	18,44	17,43	16,56	15,80	15,12	14,53	14,00	13,52	
78,2%	19,94	18,74	17,70	16,81	16,02	15,33	14,72	14,17	13,69	
80,2%	20,27	19,03	17,97	17,05	16,25	15,54	14,91	14,35	13,85	

## Ausblick und Fazit

Die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres 2009/10 waren maßgeblich beeinflusst durch die Neuausrichtung der Gesellschaft. Im Zuge dieser Neuausrichtung fokussiert sich die Gesellschaft auf die beiden Kerngeschäftsfelder Software sowie Data Center. Die beiden Bereiche Hardware-Handel sowie Technical Services sollen nicht mehr fortgeführt. Bereinigt um außerordentliche Effekte belief sich das EBITDA nach den ersten neun Monaten 2009/10 auf 3,8 Mio. € gegenüber 9,6 Mio. € im vergleichbaren Vorjahreszeitraum. Dank akquisitionsbedingter Sondererträge lag das ausgewiesene EBITDA mit 24,95 Mio. € deutlich über dem Vorjahresniveau.

Für das Gesamtjahr 2009/10 erwarten wir auf Konzernebene weiterhin einen Umsatzrückgang um 7,3 % auf 825,00 Mio. €. Aufgrund der positiven Sondererträge im dritten Quartal sehen wir das EBITDA in 2009/10 nunmehr bei 24,20 Mio. €. Aufgrund der Wertberichtigung des Geschäfts- und Firmenwerts sollte das Vorsteuerergebnis mit 0,90 Mio. € jedoch nur leicht positiv ausfallen. Die Umsatz- und Ergebnisschätzungen für das kommende Geschäftsjahr 2010/11 haben wir unverändert gelassen. Die bilanzielle Situation von PC-WARE ist weiterhin als solide einzustufen. Die Gesellschaft verfügt über eine Nettoliquidität von rund 19,4 Mio. € und ist damit finanziell gut aufgestellt.

Zudem wurde Anfang März 2010 veröffentlicht, dass Dr. Knut Löschke seine restlichen Aktien an die Peruni Holding GmbH verkauft hat. Die österreichische Raiffeisen Informatik GmbH hält über das Vehikel "PERUNI" Holding GmbH nun rund 91 % der Aktien an PC-Ware. Dadurch ist ein Squeeze-Out wahrscheinlicher geworden. Die Squeeze-Out Phantasie erklärt nach unserer Einschätzung auch den Kursanstieg in den letzten Wochen auf aktuell rund 19 €.

**Im Rahmen unseres DCF-Modells haben wir für die Aktie von PC-WARE einen neuen fairen Wert von 15,35 € (bisher: 15,37 €) ermittelt. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses von 19 € sehen wir die Gesellschaft als überbewertet und vergeben für die Aktie von PC-WARE daher das Rating Verkaufen.**

# 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](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)