

18.02.2008

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

Kursziel: 24,50 €

Kurs: 12,01 €  
14. Februar 2008  
16:49 Uhr FrankfurtLetztes Rating/  
Kursziel:  
19.11.2007  
KAUFEN/ 24,50 €Marktsegment:  
Prime StandardRechnungslegung:  
IFRS**Analysten:**Philipp Leipold  
leipold@gbconcepts.deManuel Hoelzle  
hoelzle@gbconcepts.de**IR-Kontakt:**PC-WARE AG  
Dr. Ingmar Ackermann  
Blochstr. 1  
D-04329 LeipzigTel.: 0341-2568-148  
Fax: 0341-2568-876Investor.relations@pc-ware.  
de  
www.pc-ware.de**Unternehmensprofil:****Branchen:** Software/IT**Fokus:** Software-Lizenzierung, Consulting & Services und Systemhaus**Mitarbeiter:** 1465 (31.12.2007)**Firmensitz:** Leipzig, D**Gründung:** 1990**Vorstand:** Dr. Knut Löschke (CEO),  
Dr. Tillmann Blaschke (CFO)

WKN: 691090

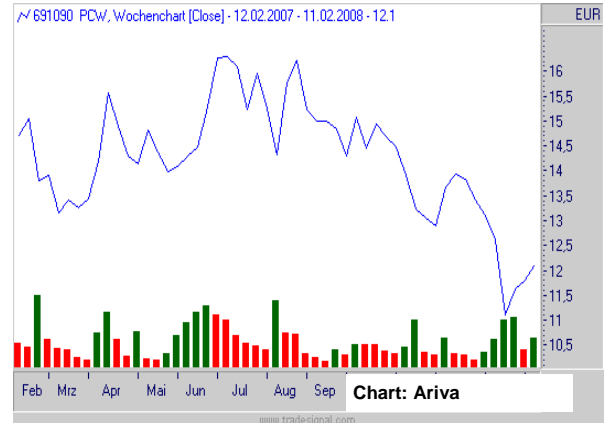
ISIN: DE0006910904

Börsenkürzel: PCW

Anzahl Aktien: 6,124 Mio.

Marktkap.: 73,54 Mio. €

Streubesitz: 66,14 %

52 W Hoch: 16,65 €\*  
52 W Tief: 11,00 €\*  
Durchs. Tagesvolumen : 99.015 €\*  
\* Quelle Deutsche Börse (Frankfurt Parkett und Xetra, 12 Monate)

In Mio. €	2005/06	2006/07	2007/08e	2008/09e
Umsatz	593,9	692,1	762,4	839,0
EBITDA	12,4	11,7	17,2	21,8
EBIT	9,6	8,7	12,8	16,8
Jahresüberschuss (nach Minderheiten)	5,1	5,2	8,6	10,9
In €				
Gewinn je Aktie	0,82	0,85	1,40	1,77
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,60	0,80
In %				
EBITDA-Marge	2,1	1,7	2,3	2,6
EBIT-Marge	1,6	1,3	1,7	2,1
Dividendenrendite	3,5	3,5	5,0	6,7
Kennzahlen				
EV/Sales	0,09	0,07	0,07	0,06
EV/EBITDA	4,08	4,35	2,96	2,32
KGV	14,55	14,10	8,56	6,77
KBV (zum 31.03.2007)		1,16		

**Highlights:**

- Deutlicher Anstieg der Enterprise Agreements um über 50 % auf 157,4 Mio. €
- EBITDA im Q3 2007/08 bei 8,8 Mio. €
- Steuerquote in 2007/08 bei rund 30 % erwartet, nachhaltig 32 %
- KGV auf Basis 2007/08 bei 8,5, Weiteres Umsatz- und Ertragswachstum in 2008/09 erwartet

# Unternehmen

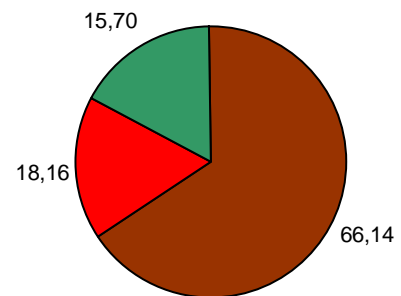
## Profil

Die PC-WARE Information Technologies AG mit Sitz in Leipzig ist eines der führenden herstellerunabhängigen IT-Unternehmen in Europa. Die Geschäftstätigkeit untergliedert sich in die drei Bereiche Software (SSL), Services (PS) und Systemhaus (ISS). PC-WARE ist in 23 Ländern mit Niederlassungen präsent. Der Bereich Software 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 2006/2007 steigerte PC-WARE die Umsatzerlöse auf ein neues Rekordniveau von 692,1 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 IT-Unternehmen mit einem Umsatzvolumen von über einer Milliarde € zu entwickeln.

## Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
<b>Dr. Knut Löschke</b>	<b>18,16%</b>
<b>Dr. Hans-Otto Klas</b>	<b>15,70%</b>
<b>Streubesitz:</b>	<b>66,14%</b>

Aktionärsstruktur in Prozent



## Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Veröffentlichung Ergebnisse Geschäftsjahr 2007/08	26.06.2008

## Unternehmensentwicklung & Prognose

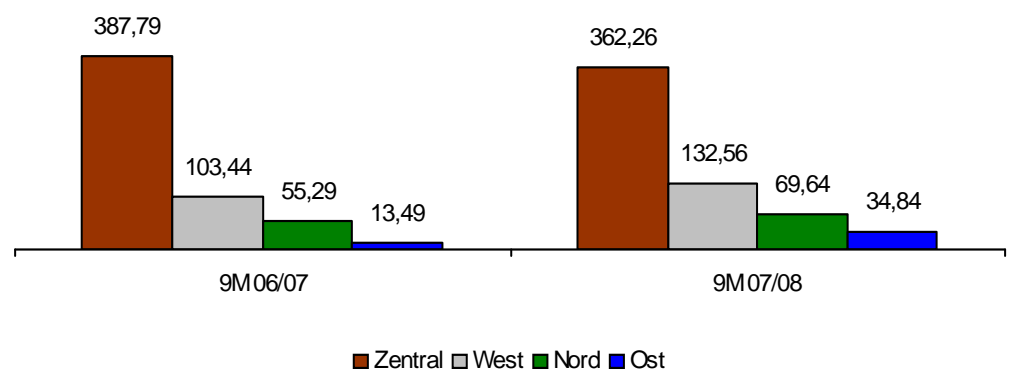
### Umsatzbetrachtung - 9 Monate 2007/08

in Mio. €	9 M 2006/07	9 M 2007/08	Veränderung
Umsatz Gesamt	592,4	554,6	+ 6,8 %
Umsatz - SSL	426,4	442,6	+ 3,8 %
Umsatz - ISS	101,3	109,2	+ 7,8 %
Umsatz - PS	26,9	40,5	+ 50,8 %
EBITDA	11,2	14,3	+ 27,2 %
EBIT	9,1	10,7	+ 18,3 %
EBT	8,7	10,7	+ 23,1 %
Periodenergebnis	7,3	5,4	+ 30,1 %
EPS in €	0,89	1,19	+ 33,7 %

Quelle: PC-WARE, GBC

Im traditionell stärksten dritten Quartal konnte die PC-WARE AG die Umsatzerlöse im Vergleich zur Vorjahresperiode um 7,70 % von 247,86 Mio. € auf 266,93 Mio. € steigern. Dabei wurde der Umsatzzuwachs von allen drei Geschäftsbereichen getragen. Die Bereiche Professional Services (PS) und Integrated System Solution & Support (ISS) erzielten im abgelaufenen Quartal ein überproportionales Wachstum. Nach den ersten neun Monaten 2007/08 beliefen sich die Umsatzerlöse im Konzern auf 592,36 Mio. €, was gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode einer Wachstumsrate von 6,80 % entspricht. Die im August 2007 erstmalig einbezogene Comparex-Gruppe erwirtschaftete in der 9-Monatsperiode 2007/08 einen Umsatz in Höhe von 45,5 Mio. €. Allein im dritten Quartal leistete Comparex einen Umsatzbeitrag von 29,8 Mio. €. Bedingt durch die Akquisition der Comparex und der positiven operativen Entwicklung einzelner ausländischer Tochtergesellschaften nahm der Auslandsanteil am Umsatz weiter zu. Dieser lag nach den ersten drei Quartalen 2007/08 bei 54,9 % und konnte damit gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreswert (VJ: 47,1 %) nochmals deutlich ausgebaut werden.

Entwicklung der Umsätze nach Regionen (in Mio. €)



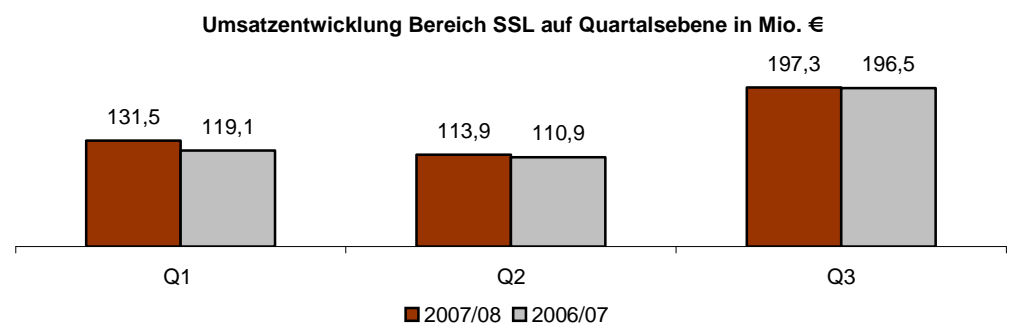
Quelle: PC-WARE, GBC

Die vorstehende Graphik zeigt, dass mit Ausnahme der Region Zentral

die drei Regionen West, Nord und Ost ein signifikantes Wachstum beim Umsatz verzeichneten. Positiv hervorzuheben sind hierbei insbesondere die Landesgesellschaften in BeNeLux (+ 10%), Dänemark (+ 67,8 %), Finnland (56,3 %) sowie Tschechien (16,4 % exklusive der Comparex CZ s.r.o.). Dagegen musste im Kernmarkt Deutschland nach den ersten neun Monaten ein Umsatzrückgang auf 266,93 Mio. € (VJ: 293,57 Mio. €) hingenommen werden.

### Umsatzentwicklung im Bereich Software (SSL)

Im dritten Quartal 2007/08 verzeichnete PC-WARE ein leichtes Umsatzplus von rund 0,8 Mio. € auf 197,3 Mio. €. In allen drei Quartalen 2007/08 lagen damit die Umsätze über den Vorjahreswerten, wie in der nachfolgenden Graphik zu sehen ist. Das hohe Wachstum des ersten Quartals konnte in den beiden Folgequartalen allerdings nicht aufrecht erhalten werden.

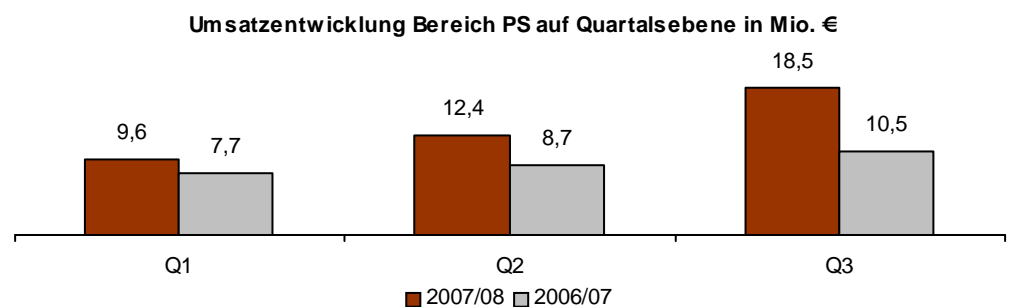


Quelle: PC-WARE, GBC

Die zurückgehende Wachstumsdynamik bei den Umsätzen erklärt sich durch den zunehmenden Anteil an Microsoft Direct Enterprise Agreements (EA). Das Volumen der EA stieg in den ersten neun Monaten 2007/08 deutlich um mehr als 50 % auf 157,4 Mio. € (VJ: 101,4 Mio. €) an. PC-WARE erhält als Beraterhonorar einen anteiligen Betrag der Lizenzumsätze. Die Lizenzumsätze selbst laufen aber nicht über die Bücher von PC-WARE, sondern direkt zwischen den Kunden und Microsoft. Wir gehen davon aus, dass das Volumen der EA auch in den kommenden Quartalen weiter ansteigen wird. Der Umsatz mit Non-Microsoft Produkten konnte sowohl anteilmäßig als auch absolut gegenüber dem Vorjahr gesteigert werden. Der Umsatzanteil der Non-Microsoft Produkte belief sich auf 44,20 % (VJ: 37,30 %).

### Umsatzentwicklung im Bereich Professional Services (PS)

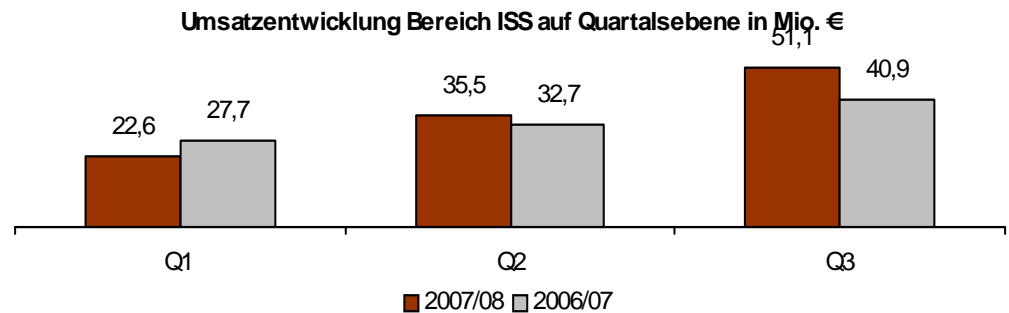
Deutlich dynamischer gestaltete sich die Entwicklung im Geschäftsbereich PS. Allein im dritten Quartal 2007/08 wuchs der Umsatz um knapp 72 % auf rund 18,5 Mio. €. Neben dem organischen Wachstum ist der



starke Zuwachs vor allem auf die Übernahme der Comparex zurückzuführen.

**Umsatzentwicklung im Bereich Systemhaus (ISS)**

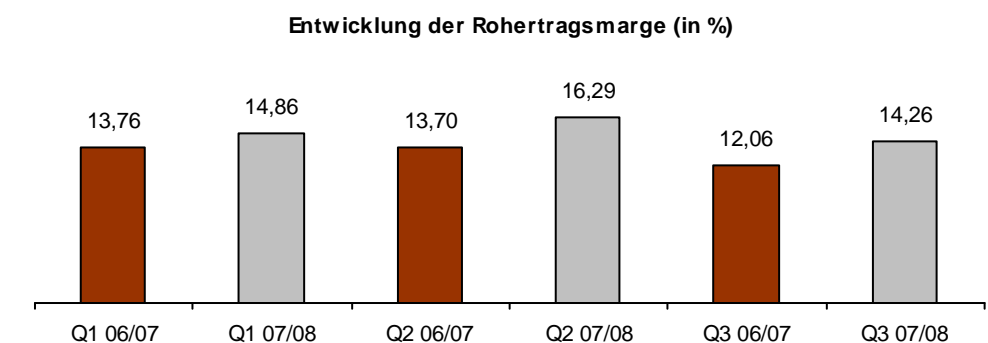
Nach einem schwächeren ersten Quartal konnte der Umsatz im zweiten und dritten Quartal wieder deutlich gesteigert werden. Im abgelaufenen Quartal lagen die Umsatzerlöse erstmalig wieder über der Schwelle von 50 Mio. €. Jedoch gilt zu berücksichtigen, dass der Umsatz ohne die Eingliederung der Comparex leicht rückläufig gewesen wäre. Das Marktumfeld, insbesondere in Deutschland, ist nach wie vor kompetitiv und die Margensituation niedrig.



Quelle: PC-WARE, GBC

**Kosten- und Ergebnisbetrachtung - 9 Monate 2007/08**

Die Rohertragsmarge konnte im Vergleich zum Vorjahr deutlich gesteigert werden und betrug im dritten Quartal 2007/08 14,98 % (VJ: 12,06). Dies erklärt sich durch das überproportionale Wachstum der Bereiche PS und ISS sowie durch das höhere Volumen der EA. Der Rohertrag stieg im vierten Quartal um über 8 Mio. € auf 38,18 Mio. €. Die nachfolgende Graphik zeigt die Entwicklung der Rohertragsmarge auf Quartals-ebene.



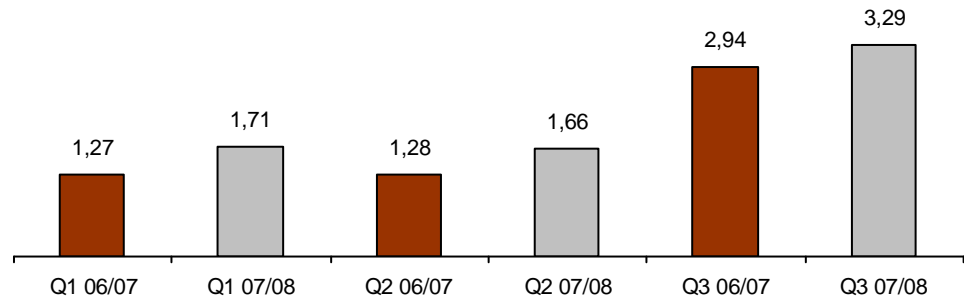
Quelle: PC-WARE, GBC

Im dritten Quartal fällt die Rohertragsmarge aufgrund des hohen Geschäftsvolumens im Bereich SSL in der Regel niedriger aus als in den Vorquartalen, die positive Tendenz ist jedoch unverkennbar.

Bedingt durch den Erwerb der Comparex stiegen sowohl die Personalaufwendungen als auch die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Vergleich zum Vorjahr an. Diese beliefen sich auf 21,75 Mio. € (VJ:

16,45 Mio. €) respektive 9,14 Mio. € (VJ: 7,20 Mio. €). Das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) erhöhte sich im dritten Quartal 2007/08 von 7,29 Mio. € im Vorjahr auf 8,77 Mio. €. Damit lag die EBITDA-Marge erstmalig seit dem dritten Quartal 2005/06 wieder über der Marke von 3 %. In den ersten neun Monaten 2007/08 konnte die EBITDA-Marge auf 2,41 % (VJ: 2,02 %) ansteigen.

Entwicklung der EBITDA-Marge auf Quartalsebene (in %)



Quelle: PC-WARE, GBC

Die Abschreibungen fielen im dritten Quartal wegen der Aktivierung von Eigenleistungen in der Vergangenheit und eines Effektes in Verbindung mit der Akquisition der Comparex mit 1,28 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €) höher als im Vorjahr aus. Nach neun Monaten 2007/08 lagen die Abschreibungen bei 3,51 Mio. € (VJ: 2,13 Mio. €). Hierin ist ein Einmaddelfekt in Höhe von 0,78 Mio. € im Zusammenhang mit der Übernahme der Comparex enthalten.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) konnte in der 9-Monats-Berichtsperiode um 13,2 % von 9,08 Mio. € in 2006/07 auf 10,74 Mio. € in 2007/08 gesteigert werden. Das Finanzergebnis konnte im Vergleich zum Vorjahr um 0,3 Mio. € verbessert werden und war ausgeglichen. Unter Berücksichtigung der Steuerquote auf Konzernebene von 29,73 % und den Minderheitenanteilen betrug der Periodenüberschuss nach den ersten 9-Monaten 2007/08 7,27 Mio. € (VJ: 5,38 Mio. €), waseinem Ergebnis pro Aktie (EPS) von 1,19 € entspricht. Allein im abgelaufenen Quartal erzielte die PC-WARE AG ein EPS von 0,83 € (VJ: 0,68 €).

### **Betrachtung der bilanziellen Situation - 9 Monate 2007/08**

Das dritte und umsatzstärkste Quartal ist traditionell geprägt durch eine deutliche Ausweitung der Bilanzsumme. So stieg die Bilanzsumme von 244,7 Mio. € zum 30.09.2007 auf 334,2 Mio. € zum 31.12.2007 an. Der operative Cash Flow belief sich zum Jahresende auf 53,3 Mio. € (VJ: 36,9 Mio. €), was vor allem auf einen Anstieg der Rückstellungen, der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen sowie der sonstigen Verbindlichkeiten zurückzuführen ist. Dieser Effekt ist jedoch stichtagsbedingt und sollte sich im kommenden Quartal wieder normalisieren. Das Eigenkapital lag zum Stichtag bei 70,7 Mio. €.

## **Ausblick**

Für das laufende Geschäftsjahr 2007/08 erwarten wir nunmehr ein Umsatzvolumen in Höhe von 762,63 Mio. € (bisher: 838,0 Mio. €). Dies impliziert Umsatzerlöse für das vierte Quartal von 170,0 Mio. €. Die Rücknahme der Umsatzschätzung erklärt sich vor allem durch die Tatsache, dass das Volumen der Enterprise Agreements in den ersten neun Monaten 2007/08 im Vergleich zur Vorjahresperiode um über 50 % auf 157,4 Mio. € zugelegt hat. Gleichzeitig wird in der Segmentsberichtserstattung ersichtlich, dass sich die Margensituation im Bereich SSL aber positiv entwickelt hat. Das EBIT im Segment SSL verbesserte sich um über 2,7 Mio. € auf 14,10 Mio. € (VJ: 11,37 Mio. €). Wir gehen davon aus, dass PC-WARE für Enterprise Agreements, je nach Art und Umfang der Beratungsleistungen, eine Fee von 4 bis 5 % erhält. Wir rechnen damit, dass der Trend hin zu einem höheren Anteil an Microsoft Enterprise Agreements im Bereich SSL auch in den kommenden Quartalen anhalten wird. Auf der anderen Seite konnte der Anteil an Non-Microsoft Produkten im Jahr 2007/08 weiter ausgebaut werden. Lag dieser Anteil im Vorjahr noch bei 37,7 %, so betrug er Ende 2007 bereits 44,2 %, was hauptsächlich auf eine gestiegene Nachfrage nach Produkten in den Bereichen Security und Visualisierung zurückzuführen ist.

Unsere Prognose für das EBITDA in 2007/08 haben wir mit 17,2 Mio. € unverändert belassen. Nach dem starken dritten Quartal (EBITDA in Q3 07/08: 8,8 Mio. €) belief sich das EBITDA nach den ersten drei Quartalen 2007/08 auf 14,3 Mio. €. Folglich sieht unsere Schätzung für das noch laufende letzte Quartal ein EBITDA von 2,9 Mio. € vor. Das vierte Quartal im Vorjahr fiel mit einem EBITDA von 0,5 Mio. € schwach aus, so dass dieses leicht zu überbieten sein sollte.

Bereits nach neun Monaten 2007/08 wurde ein EPS in Höhe von 1,19 € erzielt. Auf Basis des aktuellen Aktienkurses entspricht dies einem KGV von 10. Für das Gesamtjahr sollte das KGV nach unserer Einschätzung bei rund 8,5 liegen. Vor dem Hintergrund eines steigenden Umsatzes, einer besseren Margensituation und einer leichten Anhebung der Dividende erachten wir ein Investment in der Aktie der PC-WARE weiterhin als sehr aussichtsreich.

**Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung für die Aktie der PC-WARE AG und sehen den fairen Wert auf Basis 2007/08 unverändert bei 24,50 €.**



Werttreiber - DCF Bewertung ab 2009/10 - Phase 2	
Umsatzwachstum	2,5 %
EBITDA-Marge	3,0 %
Steuerquote	32 %
Working Capital in % vom Umsatz	1,1 %
Umsatz zu OAV	42 %
Abschreibungen vom OAV	20,9 %

Die PC-WARE wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2007/08 und 2008/09 in Phase 1, erfolgt von 2009/10 bis 2013/14 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir nach dem starken Wachstum in 2010/11 und 2011/12 nur mehr mit Steigerungen beim Umsatz von 2,5 % kalkuliert. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 3,00 (bislang: 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 11,0 % errechnet.

**Der aus der niedrigeren Steuerquote resultierende erhöhte faire Wert auf Basis des Jahres 2007/08 liegt bei 24,50 €.**

#### DISCOUNTED CASHFLOWS Modellszenario PC-WARE AG

in Mio. EUR	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11	GJ 2011/12	GJ 2012/13	GJ 2013/14	Continued
Umsatz	762,36	839,00	922,90	1015,19	1040,57	1066,58	1093,25	1120,58
Veränderung in %	10,1%	10,1%	10,0%	10,0%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
EBITDA-Marge	2,25%	2,60%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
EBITA	12,76	17,34	23,09	25,40	26,04	26,69	27,36	28,04
EBITA-Marge	1,67%	2,07%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Steuerquote (auf EBITA)	30,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%
Working Capital	8,7	9,6	10,24	11,27	11,55	11,84	12,14	12,44
in % vom Umsatz	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Operatives Anlagevermögen	18,5	21,5	21,97	24,17	24,78	25,39	26,03	26,68
Umsatz zu OAV	41,2	39,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0	42,0
Abschreibungen	-4,41	-4,50	-4,59	-5,05	-5,18	-5,31	-5,44	-5,58
Abschreibungen vom OAV	23,8%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%	20,9%
<b>Free Cashflows</b>								
EBITDA	17,17	21,84	27,69	30,46	31,22	32,00	32,80	33,62
Steuern auf EBITA	-3,83	-5,55	-7,39	-8,13	-8,33	-8,54	-8,75	-8,97
Investitionen in AV	-5,35	-7,50	-5,07	-7,25	-5,78	-5,93	-6,08	-6,23
Veränderung des Working Capital	-9,15	-0,90	-0,64	-1,02	-0,28	-0,29	-0,30	-0,30
Cashwirk. Zahlungsverpflichtungen	-19,00	-4,50	-4,57	-5,25	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Gross Free Cashflow</b>	<b>-20,16</b>	<b>3,39</b>	<b>10,02</b>	<b>8,80</b>	<b>16,82</b>	<b>17,24</b>	<b>17,67</b>	<b>18,11</b>

VALUATION IN MIO. €	GJ 2006/07	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e
Barwert expliziter FCFs	25,6	47,2	48,7	45,9
Barwert des Continuing Value	25,4	48,4	50,3	45,8
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	102,6	113,9	126,5	140,4
Nettoschulden (Net debt)	128,1	162,3	176,8	186,2
Barwert aller Optionsrechte	-17,30	5,92	6,70	1,79
Wert des Eigenkapitals	-1,56	-1,73	-1,92	-2,13
Fremde Gewinnanteile	143,8	154,7	168,2	182,3
Wert des Aktienkapitals	-4,3	-4,6	-5,0	-5,5
Ausstehende Aktien in Mio.	139,5	150,0	163,1	176,8
Fairer Wert der Aktie in €	6,124	6,124	6,124	6,124

FINANZCASHFLOW in Mio. €	GJ 2007/08e	GJ 2008/09e	GJ 2009/10e	GJ 2010/11
Dividendenzahlung inkl. Fremde Anteile	-3,1	-3,7	-4,9	-5,5
Zinsaufwand/ertrag	0,00	-0,50	-0,20	-0,05



# ANHANG

## § 01 Disclaimer / Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche German Business Concepts für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, 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 German Business Concepts 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 Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

German Business Concepts 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.

## § 2 Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 34 b WpHG

Zur Einsichtnahme möglicher Interessenskonflikte in Bezug auf diese Analyse im Zeitpunkt der Veröffentlichung besuchen Sie bitte unsere Homepage, mittels den unten aufgeführten Link.

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

## § 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 German Business Concepts, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.; E-Mail: [office@gbconcepts.de](mailto:office@gbconcepts.de)

---

# GERMAN BUSINESS CONCEPTS

---



INVESTMENT RESEARCH

GBC<sup>®</sup> German Business Concepts

## - RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

German Business Concepts GmbH

Halderstraße 27

86150 Augsburg

Internet: <http://www.gbconcepts.de>

Fax: ++49 (0)821/241133-30

Tel.: ++49 (0)821/241133-0

Email: [office@gbconcepts.de](mailto:office@gbconcepts.de)

### **Verantwortliche Analysten für diese Studie:**

**Philipp Leopold**, Dipl. Volksw. , Financial Analyst

**Manuel Hoelzle**, Dipl. Kfm. , Chef-Analyst

### **Verantwortliches Unternehmen:**

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

Die German Business Concepts GmbH wird derzeit vertreten durch Ihren Geschäftsführer Manuel Hölzle. Herr Hölzle ist zugleich Chefanalyst der German Business Concepts GmbH und somit, neben dem primären Analyst, maßgeblich für die Qualität und den Inhalt der Analyse(n) verantwortlich.