

© Dr. Kalliwoda Research



Sektor: Software
Technology

EREIGNIS: Zwischenbericht Q3 - Ausblick

Empfehlung: Kaufen Fair Value (alt): € 4,94
Fair Value (neu): € 5,15 Letzter Preis: € 4,00

Kursverlauf



IDC-Studie: Software-Investitionen werden bis 2011 mit 6,2 Prozent p.a. wachsen

- IBS erzielt bestes Quartalsergebnis seit 2003 – Auftragsbestand auf 10,2 Mio Euro gesteigert
- Starke Branchenkonjunktur beflügelt Inlandsgeschäft Umsatz und EBIT-Schätzungen in Q3 voll erfüllt
- Aufgrund der positiven Indikatoren Auftragsbestand und Neukunden heben wir unser Kursziel leicht an.

SWOT

- + Kunden-/Partnernetzwerk
- + Leistungsspektrum/Innovationen
- + Auslandsgeschäft
- + ITK Branchenkonjunktur
- + Auftragsbestand
- + Markteintrittsbarrieren
- - Wettbewerbsumfeld

ANALYST

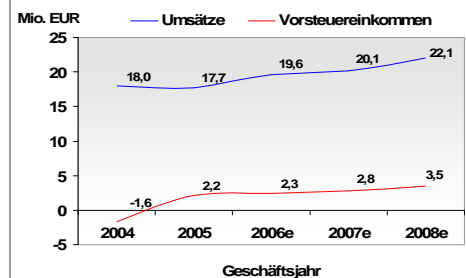
Dr. Norbert Kalliwoda; CEFA
DVFA-Analyst Dipl.-Kfm.
+49 (69) 97205853
nk@kalliwoda.com
www.kalliwoda.com

See also
Kalliwoda Recommendations
on Terminal: Bloomberg
Reuters
Thomson Financials
JCF Factset

COMPANY DESCRIPTION

Die IBS AG gehört zu den weltweit führenden Anbietern von unternehmensübergreifenden Standardsoftwaresystemen und Beratungsdienstleistungen für das industrielle Qualitäts-, Produktions- und Compliance-Management. Seit 1982 tragen die Produktlösungen zur Produktivitätssteigerung und Fehlerminimierung in Unternehmen bei.

HISTORY & ESTIMATES



IBS AG	2002	2003	2004	2005	2006	2007E
Figures in EUR						
EPS Dr. Kalliwoda	-0,04	0,04	-0,56	0,23	0,48	0,31
EPS Consensus	-0,04	0,04	-0,57	0,15	0,27	0,30
Revenues (mln)	22,1	19,6	18,0	17,71	19,6	20,1
net Income (adj.)	-0,8	0,8	-3,8	1,6	3,3	2,1
net cash per share	0,2	-0,3	0,0	0,04	0,41	0,55
net Cash	1,6	-1,8	-0,3	0,3	2,8	3,8
Free Cash Flow	4,1	1,0	-0,3	2,0	0,5	0,5

Price (curr)	4,00	Shares out (mln)	6,88
52W high	5,48	6M Avrg Vol (000s)	60
52w low	3,13	Free Float (in %)	41,9%
Market Cap (mln)	27,5	Weight in Prime All Share	0,005%
Last Dividend	0	Reuters code	IBB
Sales CAGR 04-08	5%	Bloomberg	IBB
Web Page	www.ibs-ag.de	WKN	622840



Inhaltsübersicht

1	Geschäftsentwicklung	3
2	Unternehmensentwicklung	5
3	Finanzteil	9
4	Unternehmensbewertung.....	11
4.1	Discounted Cashflow Methode.....	11
4.2	Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)	11
4.3	Fair Value – Sensitivitäten.....	12
5	Kontakt.....	13
6	DISCLAIMER	14



Bestes Quartal seit 2003 lag über unseren Erwartungen

Wir rechnen mit einem moderaten Wachstum beim Umsatz bei einem rückläufigen Ergebnis

Trotz Sondereffekte hat sich die Finanzlage der Gesellschaft weiter verbessert

Auf Basis dieser Schätzungen ist die Aktie der IBS AG deutlich unterbewertet

1 Geschäftsentwicklung

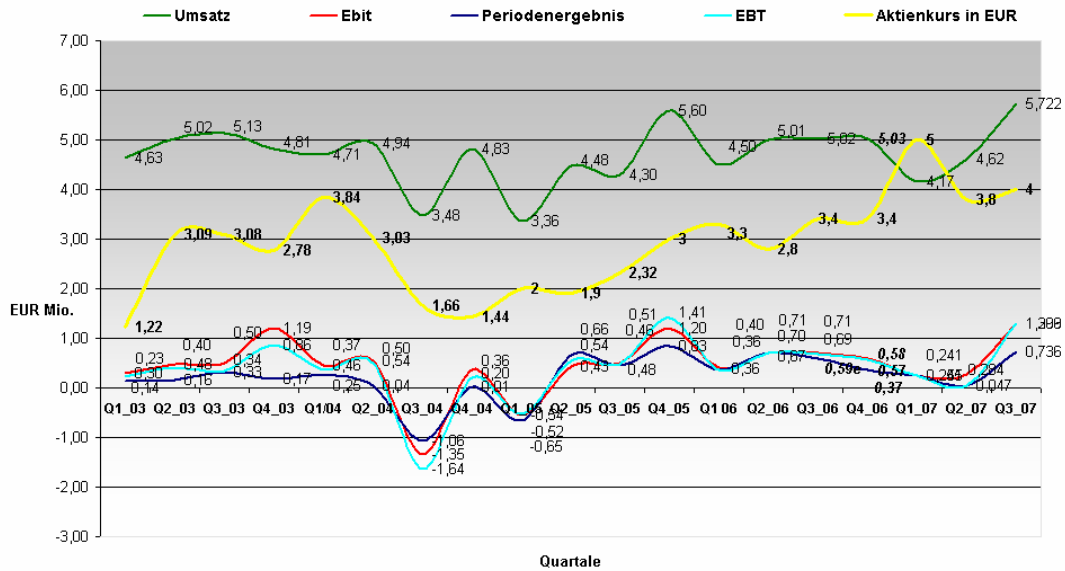
Die von der IBS AG für das dritte Quartal 2007 veröffentlichten Zahlen lagen beim Umsatz mit EUR 5,7 Mio. (erwartet EUR 5,4 Mio.) und beim veröffentlichten Betriebsergebnis mit EUR 1,3 Mio. (erwartet: EUR 0,95 Mio.) deutlich über unseren Erwartungen. Beim Quartalsergebnis vollzog die IBS AG mit den EUR 0,74 Mio. eine Punktlandung.

Mit den erfreulichen Zahlen des dritten Quartals ist die IBS AG auf dem besten Wege an das erfolgreiche Geschäftsjahr 2006 anzuknüpfen, wobei die einmaligen Sondereffekte aus dem Übernahmeangebot berücksichtigt und herausgerechnet werden müssen. Aus diesem Grund wird der Umsatz unseres Erachtens in diesem Jahr nur moderat ansteigen und das Ergebnis leicht rückläufig ausfallen. Trotz der korrigierten Planzahlen rechnen wir weiterhin mit einem EPS von EUR 0,31 je Aktie für das laufende Geschäftsjahr. Dies entspricht auf Basis des aktuellen Kurses einem KGV von lediglich 12,9.

Die Bilanzrelationen sind durchweg als positiv einzustufen. Mit einer Eigenkapitalrendite von zuletzt über 30 Prozent bei einer überdurchschnittlich hohen Eigenkapital von rund 61 % kann die IBS AG aus fundamentaler Sicht sogar bei den großen Marktführern der Softwarebranche im Standardsoftware-Segment mithalten. Mit Hilfe der positiven Cashflows aus dem operativen Bereich konnten die Investitionen für Software Neuentwicklungen leicht kompensiert werden, sodass der Zahlungsmittelbestand nunmehr ein beruhigendes Polster für die Gesellschaft aufweist.

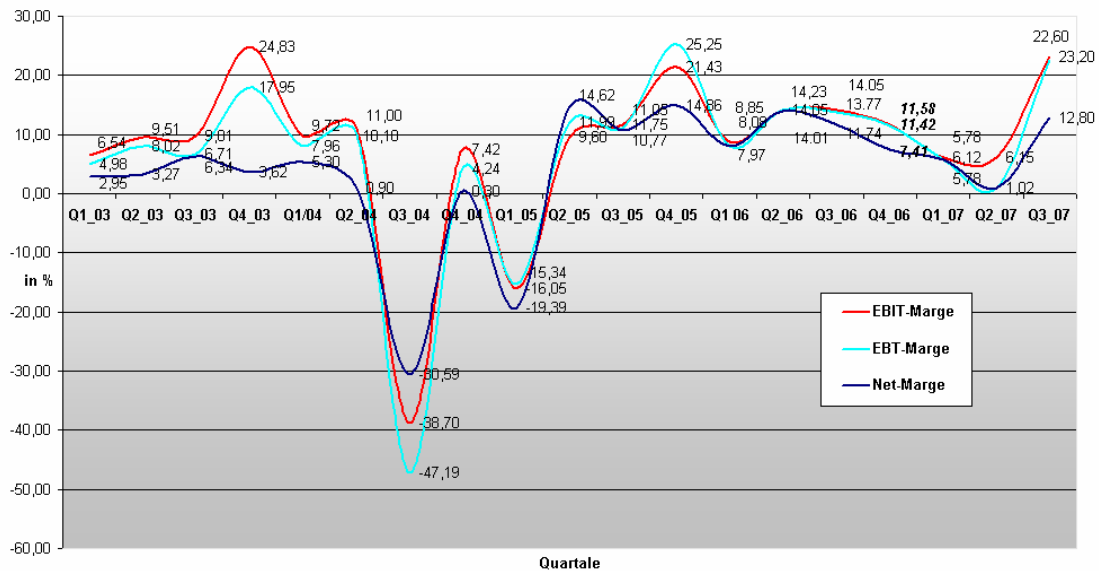
Aufgrund der soliden Finanz- und Ertragslage sowie der positiven Signale beim Auftragsbestand und der Branchenkonjunktur überwiegen unseres Erachtens die Chancen bei weitem die Risiken. Aus diesem Grund behalten wir unsere Einschätzung bei und raten die Aktie der IBS AG weiterhin zum Kauf.

IBS AG: Entwicklung des Umsatzes, EBIT, Net income von 2003 bis September 2007 in € Mio.



Quelle: IBS AG; DR. KALLIWODA | RESEARCH 2007 ©

IBS AG: Entwicklung der EBIT-, EBT- und Net-Income-Margen von 2003 bis September 2007



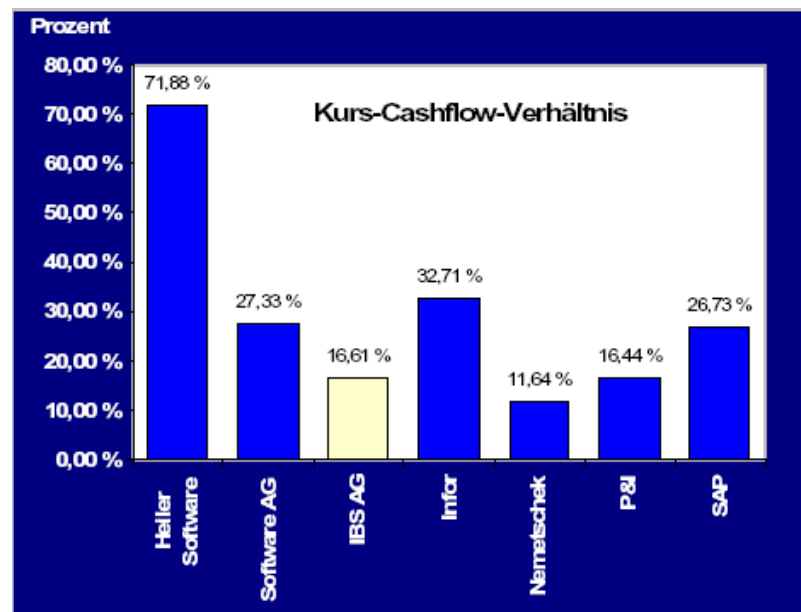
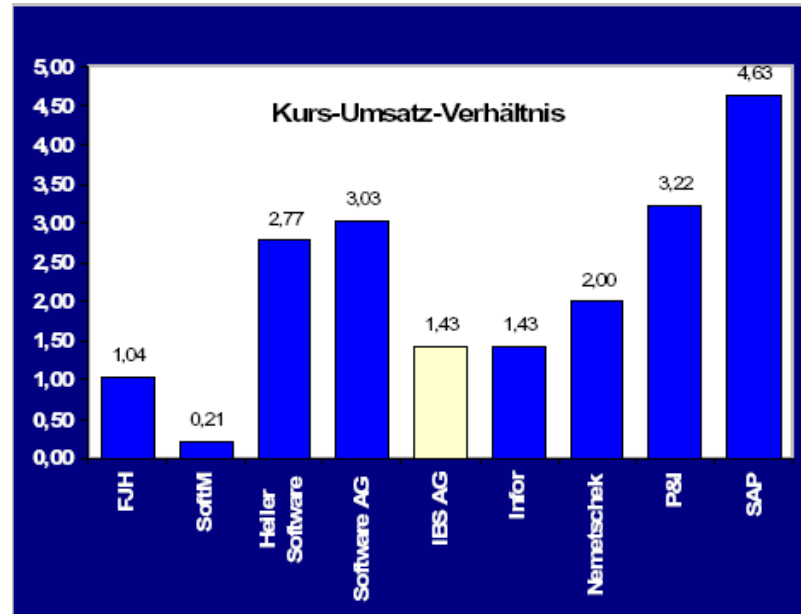
Quelle: IBS AG; DR. KALLIWODA | RESEARCH 2007 ©

2 Unternehmensentwicklung

Folgende Graphiken veranschaulichen die Entwicklung der IBS AG für das abgelaufene Geschäftsjahr im Vergleich zu ausgewählten Benchmarkunternehmen der Softwarebranche.

Die Bewertungskennzahl KUV setzt die Marktkapitalisierung mit den Umsatzerlösen in Beziehung. Hierbei werden deutliche Unterschiede bei der Bewertung deutlich. Gerade große Gesellschaften mit hohen Umsätzen wird ein Bewertungszuschlag zugestanden. Das KUV der IBS AG ist für einen Nischenplayer in einem Wachstumssegment unserer Ansicht nach unangemessen niedrig, da aufgrund der hohen Kundenbindung in diesem Segment nachhaltig Umsätze generiert werden können.

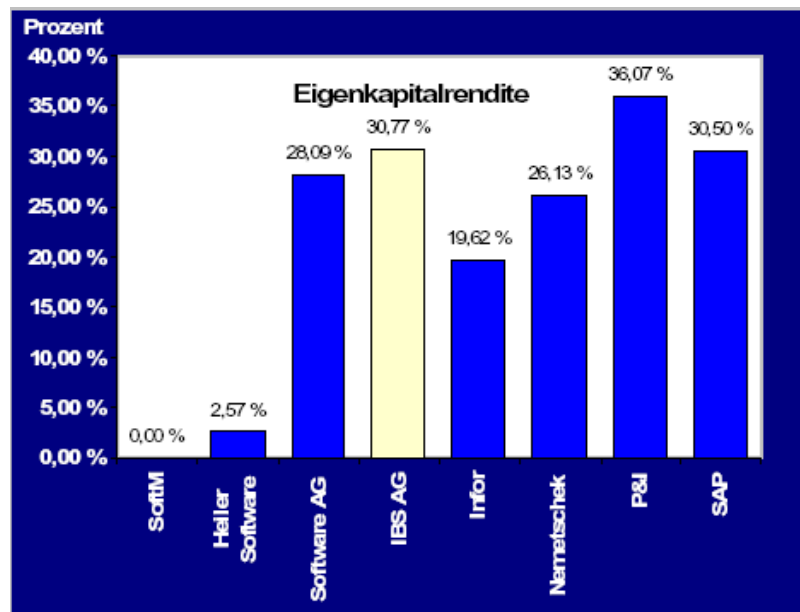
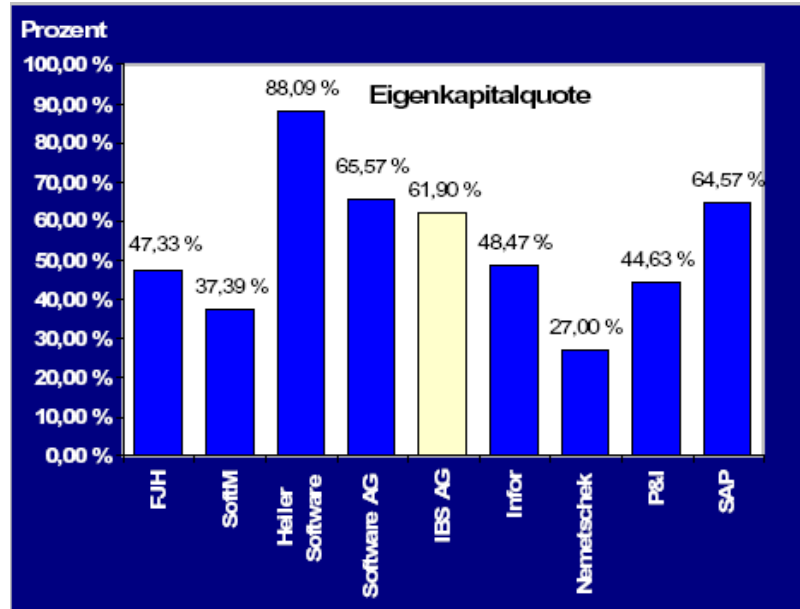
Unter Einbeziehung der Zahlungsströme und der damit verbundenen Finanzstärke zeigt sich, dass die IBS AG ein erstklassiges Kurs-Cashflow Verhältnis aufweist und dies trotz hoher getätigter Investitionen für Softwareentwicklungen.





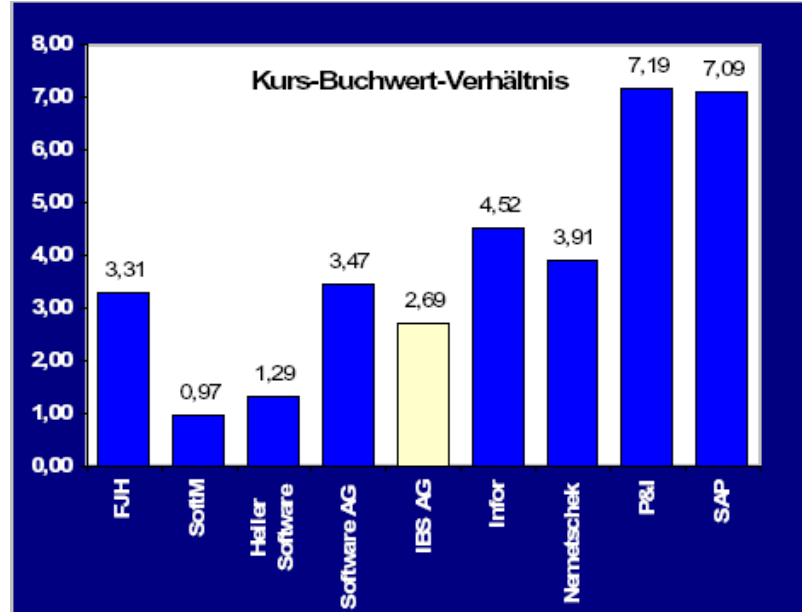
Bemerkenswert ist daneben die Entwicklung der Eigenkapitalrendite, die deutlich über der Eigenkapitalrendite von SAP und der Software AG rangierte. Die hohe Eigenkapitalquote belastete zwar in der Vergangenheit aufgrund des Leverage-Effekts und der steuerlichen Besserstellung der Fremdkapitalfinanzierung die Renditekennzahlen, allerdings hat die IBS AG aufgrund der kommenden steuerlichen Neuregelungen bei der Gewerbesteuer und der Einführung der Zinsschranke deutliche Wettbewerbsvorteile gegenüber Gesellschaften, die größtenteils mit Fremdmittel am Markt agieren.

Da sich außerdem das Betriebsergebnis nahezu ausschließlich aus ordentlichen Betriebserfolgsquellen nährt, ist eine nachhaltige positive Entwicklung sehr wahrscheinlich.

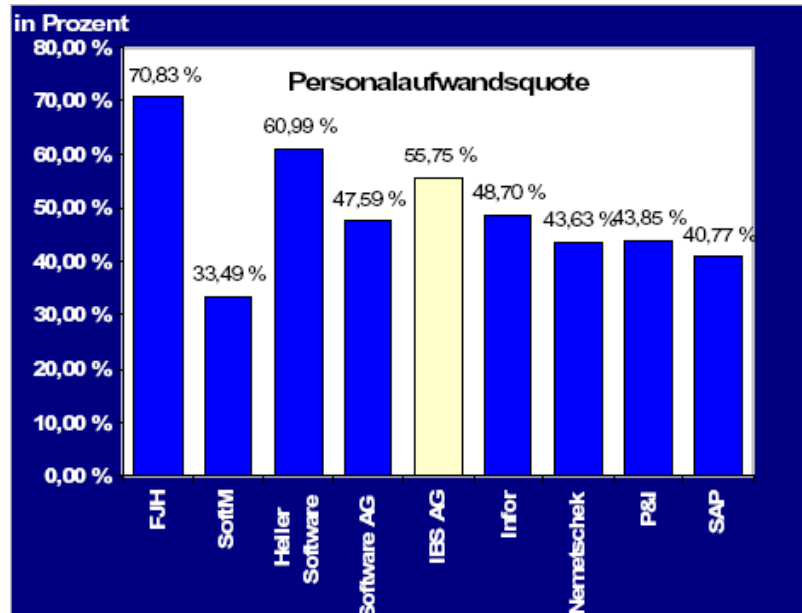




Gleichfalls positiv entwickelt sich die Kurs-Buchwert-Relation. Der Marktwert des Eigenkapitals wird zu einem Großteil durch seine Substanz repräsentiert. Daher ist es eher unwahrscheinlich, dass der Aktienkurs weiter stark fallen wird. Gerade für langfristige Anleger, die nach substanzhaltigen Unternehmen Ausschau halten, dürfte die IBS AG interessant sein.



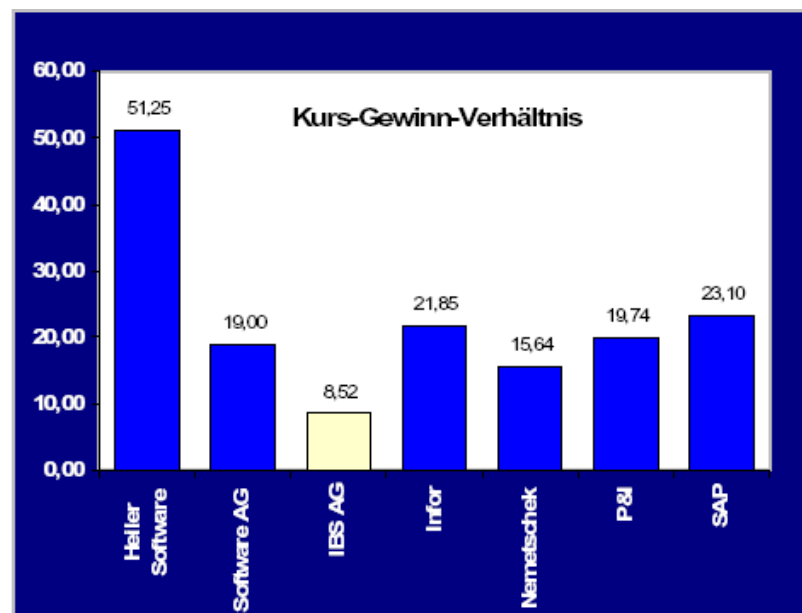
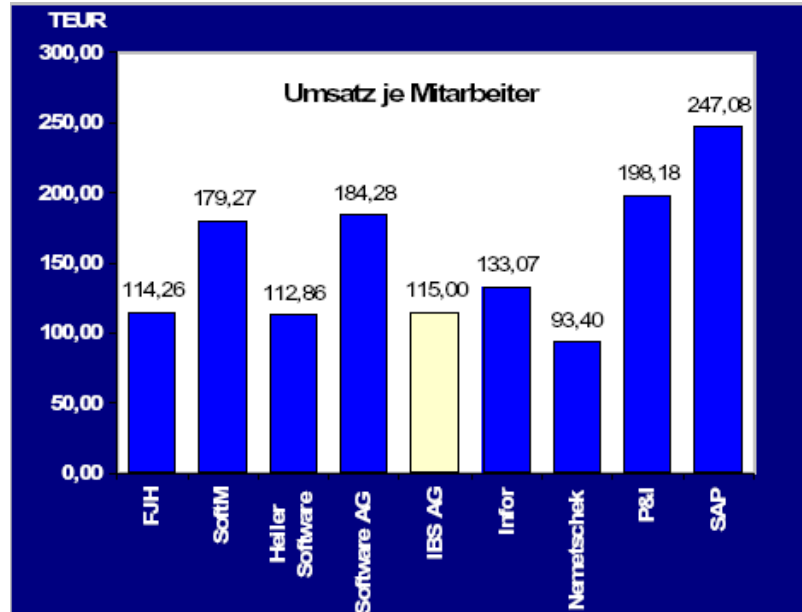
Die Effizienz und Produktivität der Softwareunternehmen zeigt sich am Indikator Personalaufwandsquote, da der Personal- und Entwicklungsaufwand ein Großteil des Kostenblocks darstellt. Hierbei hinkt die IBS AG den Vergleichsunternehmen etwas hinterher, wobei dies daran liegen könnte, dass kleinere Gesellschaften wie die IBS AG geringere Umsatzerlöse und damit verbundene Skalenerträge erzielen können.





Eine deutliche Zweiteilung lässt sich gleichfalls beim Indikator Umsatz je Mitarbeiter ablesen. Große Gesellschaften wie die Software AG, Personal & Informatik AG und SAP AG weisen tendenziell einen höheren Umsatz je Mitarbeiter aus. Dies vor allem auch deshalb, weil es sich um Standardsoftwareprodukte handelt, die leicht an die Ansprüche der jeweiligen Nutzergruppe angepasst werden können. Die Integration von innovativen Applikationen in die Softwarearchitektur der Nischenanbieter hingegen sind auf flexible nichtstandardisierte Integrationsmöglichkeiten angewiesen.

Eine deutliche Unterbewertung lässt sich letztendlich auch am traditionellen Bewertungsindikator KGV ablesen. Die Ertragskennzahlen der IBS AG sowie die zahlreichen Marktchancen, die sich aus den neuen Lösungen ergeben, spiegeln sich derweil nicht im Kurs wieder. Generell ist die Ertragskraft der Softwareunternehmen als außerordentlich gut einzustufen.





3 Finanzteil

BALANCE SHEET IBS AG												
€ mln												
	2003	in %	2004	in %	2005	in %	2006	in %	2007e	in %	2008e	in %
Intangible assets	2,8	15,992	2,1	14,333	1,5	9,4	1,8	10,66	2,0	10,3	1,8	8
(thereof goodwill)	0,5	15	0,5	16	0,4	2,6	0,4	2,3722	0,4	2,1	0,4	2
Tangible assets	2,6	15	2,3	16	2,0	13	1,9	11	2,8	14	4,4	20
Financial assets	0,0	0	0,0	0	0,0	0	-1,1	-6	-1,1	-6	-1,1	-5
Fixed assets	6,0	37	4,9	30	3,8	22	3,0	15	4,1	19	5,6	23
Inventories	0,4	3	0,2	1	0,2	1	0,2	1	0,3	0	0,3	1
Trade debtors	3,1	18	2,7	19	3,4	22	4,8	28	4,9	25	5,2	23
Other current assets	7,2	40	4,6	32	4,7	30	5,7	33	5,8	30	6,2	28
Cash & marketable sec.	1,5	8	2,5	17	3,6	24	3,8	22	4,7	25	5,6	25
Current assets	12,2	69	10,1	70	12,0	78	14,5	85	15,7	80	17,3	77
Total assets	17,7	100	14,5	100	15,4	100	17,1	100	19,3	100	22,4	100
Share capital	6,2	35	6,8	47	6,8	44	6,8	40	6,8	35	6,8	30
Reserves	1,4	8	-1,1	-8	-0,8	-5	2,5	14	4,6	24	7,2	32
Minority interests	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0
Provisions	2,1	12	2,7	19	2,3	15	2,2	13	2,2	11	2,4	10
Financial liabilities	3,3	19	2,8	20	2,0	13	1,0	6	1,0	5	1,0	5
Other liabilities	4,7	26	3,3	23	4,0	26	3,6	21	3,7	19	3,9	18
Total liabilities	10,1	57	8,9	61	8,3	54	6,8	40	6,9	36	7,3	33
Total equity and liabilities	17,7	100	14,5	100	15,4	100	17,1	100	19,3	100	22,4	100
Working capital	4		3,0		4,2		6		5,8		6	
Net debt (u.a. Umlaufverm.)	2		1,1		-0,9		-2		-3,3		-4	
Gearing	0,3		0,2		-0,1		-0,24		0,0		0,0	

Source: IBS AG, DR.KALLIWODA | RESEARCH 2007 ©



PROFIT & LOSS IBS AG

€ mln

	2003	2004	2005	2006	2007e	2008e
Revenues	19,6	17,96	17,7	19,6	20,1	22,1
% change	n.m.	-8,3%	-1,4%	10,5%	2,8%	10,0%
COGS	-7,6	-8,0	-7,2	-8,4	-7,5	-8,1
% of revenues	39%	45%	41%	43%	37%	-37%
Gross income	12,0	10,0	10,5	11,2	12,6	14,0
% change	n.m.	-17,1%	5,3%	6,6%	13,1%	10,7%
Gross margin	61%	55%	59%	57%	63%	63%
R & D	-2,8	-3,3	-2,8	-2,6	-2,2	-2,0
% of revenues	14%	-18%	-13%	-11%	-2%	-8%
S, S&A (Distr./Mark.)	-3,9	-4,0	-3,7	-4,1	-4,2	-4,6
% of revenues	20%	-22%	-21%	-21%	-5%	10%
Other op. Income	-2,8	-2,6	0,6	-2,4	0,1	-2,7
EBITDA	2,5	0,1	2,3	3,5	3,8	4,0
% of revenues	13%	0%	13%	18%	19%	18%
EBITDA margin	12,6%	0,3%	13,2%	18,0%	19,1%	18,0%
EBIT	2,5	0,1	2,3	2,4	3,0	3,3
% of revenues	13%	0%	13%	12,3	15,1	15,0
EBIT margin	12,6%	0,3%	13,2%	12,3%	15,1%	15,0%
Financial result	-0,6	-1,7	-0,1	-0,2	-0,2	0,2
Pre tax income	1,3	-1,64	2,2	2,3	2,8	3,5
% of revenues	6,5%	-9,1%	12,4%	11,9%	14,1%	15,8%
Taxes	-0,5	-2,2	-0,6	0,9	-0,7	-0,9
Tax rate	39,4%	-131,4%	27,3%	-39,8%	26,0%	25,0%
Minorities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Net income (Ex adj.)	0,8	-3,80	1,6	3,3	2,1	2,6
% of revenues	4%	-21%	9%	17%	10%	12%
Net margin	4%	-21%	9%	17%	10%	11,9%
# shares out (mln)	6,22	6,65	6,79	6,79	6,79	6,79
EPS	0,04	-0,56	0,23	0,48	0,31	0,39

Source: IBS AG, DR. KALLIWODA | RESEARCH 2007 ©

4 Unternehmensbewertung

4.1 Discounted Cashflow Methode

Das von uns ausgewählte Discounted-Cashflow-Verfahren (Entity Approach) ist dem Gesamtbewertungsverfahren zuzuordnen.

Dem unterjährigen Bewertungsstichtag wurde durch die Abzinsung der operativen Free Cashflows auf den Bewertungsstichtag Rechnung getragen. Bewertungsstichtag ist der 01.11.2007. Zur Ermittlung der Free Cashflows bildet das ordentliche Betriebsergebnis den Ausgangspunkt.

Auf der Basis unseres Discounted-Cash-Flow-Modells mit einem gewichteten Kapitalkostensatz (WAAC) von 13,2 Prozent und einem Beta von 1,35 errechnen wir einen fairen Wert von EUR 5,15 je Aktie und einem Unternehmenswert der IBS AG von EUR 35 Mio.

4.2 Gewichteter Kapitalkostensatz (WACC)

Der Diskontierungssatz wurde mit Hilfe der gewichteten Kapitalkosten ermittelt. Wir gehen davon aus, dass die solide Kapitalstruktur in den kommenden Geschäftsjahren beibehalten werden kann.

Anpassungen des Fremdkapitals an den gegenwärtigen Marktzins wurden nicht getätigt. Die risikofreie Rendite basiert auf der Durchschnittsrendite 30jähriger Bundesanleihen (Quelle: Börse Stuttgart). Die Ermittlung der Risikoprämie folgt dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) und deckt insbesondere die systematischen Risiken (Marktrisikoprämie bzw. unternehmensspezifisches Risiko) ab. Die Marktrisikoprämie in unserem Modell basiert auf anerkannten Studien. Die aus dem universitären Bereich ermittelten Marktrisikoprämien schwanken je nach Markt, Betrachtungsperioden und Methodik in aller Regel zwischen 6 und 8 Prozent. Der von uns verwendete Betawert zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos, orientiert sich an der Wertentwicklung des Referenzindex Prime Software Index.

DCF PARAMETER	
PARAMETERS	
Risk-free rate	4,5%
Risk premium	8,0%
Beta	1,35
Longterm growth rate	2,5%
Cost of equity	15,3%
Cost of debt (after Tax)	6,4%
WACC	13,2%
NET PRESENT VALUE OF FREE CASH FLOWS (€ Mio)	
Phase 1 (2005-2006)	0,0
Phase 2 (2007-2009)	31,0
Phase 3 (2010-2015)	12,5
Net debt	1,8
DCF value per share	5,15

Source: DR. KALLIWODA | RESEARCH 2007 ©

4.3 Fair Value – Sensitivitäten

Die Bewertung der IBS AG erfolgte mittels unseres dreistufigen Discounted-Cash-Flow-Verfahrens, um den inneren Wert für die -Aktie zu errechnen (siehe auch Initiating Coverage vom 26.10.2005). Der risikolose Zinssatz beträgt 4,5 Prozent. Die Risikoprämie kalkulieren wir mit 5 Prozent und den Beta-Faktor in Relation zum Prime Software Index (Modifikation) mit 1,35. Diese Parameter angewandt, erhalten wir einen gewichteten Kapitalkostensatz (WACC) von 13,2 Prozent. Auf Basis dieses Kapitalkostensatzes leiten wir einen fairen Wert für die Aktie von EUR 5,15 ab. Insbesondere die hohe Eigenkapitalquote führt zu relativ hohen Kapitalkosten. Bedingt durch die hervorragende Entwicklung im Stammkundengeschäft sowie der günstigen Entwicklung beim Auftragsbestand, haben wir unsere langfristigen Entwicklungsprognosen im Terminal Value leicht angehoben.

SENSITIVITY ANALYSIS per Share

(EURO)	Discount factor				
$\beta = 1,35$	0,11	0,122	0,132	0,14	0,15
0,0%	5,66	5,27	4,94	4,65	4,40
CAGR of revenues in terminal phase					
1,0%	5,82	5,40	5,04	4,73	4,46
1,5%	5,92	5,47	5,09	4,77	4,49
2,0%	6,02	5,55	5,15	4,82	4,53
2,5%	6,14	5,64	5,22	4,87	4,57
3,0%	6,27	5,73	5,29	4,93	4,62

Source: DR. KALLIWODA RESEARCH © 2007

SENSITIVITY ANALYSIS (Market-Capitalization)

(Mio. EURO)	Discount factor				
$\beta = 1,35$	11,2%	12,2%	13,2%	14,2%	15,2%
0,0%	50	46	43	41	39
CAGR of revenues in terminal phase					
1,0%	51	47	44	42	39
1,5%	52	48	45	42	39
2,0%	53	49	35,0	42	40
2,5%	54	50	46	43	40
3,0%	55	50	47	43	41

Source: DR. KALLIWODA RESEARCH © 2007



5 Kontakt

Dr.-Ing. Klaus-Jürgen Schröder
Vorstandsvorsitzender IBS AG und
Nina Schröder/Investor Relations

UBJ. GmbH
Kapstadtring 10
22297 Hamburg
Tel: 040 / 63785410
Fax: 040 / 63785423
investorrelations@ibs-ag.de

DR. KALLIWODA RESEARCH		Unterlindau 22 60323 Frankfurt Tel.: 069-97 20 58 53 Fax.: 069-13 30 38 52 26 2 www.kalliwoda.com
Primary Research Fair Value Analysis International Roadshows		
Head: Dr. Norbert Kalliwoda E-Mail: nk@kalliwoda.com	CEFA-Analyst; University of Frankfurt Economics; Dipl.-Kfm.	<u>Sectors:</u> IT, Software, Electricals & Electronics, Mechanical Engineering, Logistics, Laser, Technology, Raw Materials
Dr. Thomas Krassmann E-Mail: tk@kalliwoda.com	Dipl.-Geologist, M.Sc.; University of Göttingen & Rhodes University, South Africa;	<u>Sectors:</u> Raw Materials, Mining, Precious Metals, Gem stones.
Wolfgang Neuner E-Mail: wn@kalliwoda.com	MBA (Candidate 2008 Uni. Iowa (US)) and Dipl.-Kfm. (Major Finance and Monetary Economics 2009).	<u>Sectors:</u> Banks, Financial Services, Real Estates - REITS.
Dr. Christoph Piechaczek E-Mail: cp@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Witten-Herdecke	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
Dr. Erik Schneider E-Mail: es@kalliwoda.com	Dipl.-Biologist; Technical University Darmstadt; Univ. Hamburg	<u>Sectors:</u> Biotech & Healthcare; Medical Technology Pharmaceutical
David Schreindorfer E-Mail: ds@kalliwoda.com	MBA, Economic Investment Management (Candidate 2006); Univ. Frankfurt/ Univ. Iowa (US).	<u>Sectors:</u> IT/Logistics; Quantitative Modelling
Hellmut Schaarschmidt; E-Mail: hs@kalliwoda.com	Dipl.-Geophysicists; University of Frankfurt.	<u>Sectors:</u> Oil, Regenerative Energies, Specialities Chemicals, Utilities
Nele Rave E-Mail: nr@kalliwoda.com	Lawyer; Native Speaker, German School London	<u>Translations English</u>

Also view Sales and Earnings Estimates:
DR. KALLIWODA | RESEARCH on Terminals of
Bloomberg
Reuters
Thomson Financial

Analyst of this research: Dr. Norbert Kalliwoda, CEFA



6 DISCLAIMER

KAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens 20 % aufweisen	BUY
AKKUMULIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und 20% aufweisen	ACCUMULATE
HALTEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen 10% und - 10% aufweisen	HOLD
REDUZIEREN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung zwischen -10% und - 20% aufweisen	REDUCE
VERKAUFEN:	Die Aktie wird auf Basis unserer Prognosen auf Sicht von 12 Monaten eine Kursentwicklung von mindestens - 20 % aufweisen	SELL

Additional Disclosure/Erklärung

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

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

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

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

Mögliche Interessenskonflikte

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

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

Nur mit dem Unternehmen IBS AG bestehen vertragliche Beziehungen zu DR. KALLIWODA RESEARCH für die Erstellung von Research-Studien.



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

DISCLAIMER

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

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

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