

02.06.2008

USU Software AG ^{(5)*}**KAUFEN**

Kursziel: 6,11 Euro

Kurs: 3,84 Euro
02. Juni 2008
12:00 XETRA**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN / 6,11 €
09.04.2008**Marktsegment:**
Prime Standard**Rechnungslegung:**
IFRS**Analysten:****Christoph Schnabel**
schnabel@gbc-ag.de**Cosmin Filker**
filker@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**USU Software AG
Falk Sorge
Spitalhof
D-71696 Möglingen**Tel.:** +49 71414867-351
Fax: +49 71414867-108investor@usu-software.de
www.usu-software.de**Unternehmensprofil:****Branche:** Software, IT-Beratung
Fokus: Business Service Management/Knowledge Business
Mitarbeiter: 246 (31.03.2008)**Firmensitz:** Möglingen, D**Gründung:** 1977**Vorstandsvorsitzender:**
Bernhard Oberschmidt

WKN: A0BVU2

ISIN: DE000A0BVU28

Börsenkürzel: OSP2

Anzahl Aktien: 10,335 Mio.

Marktkap.: 39,686 Mio. €

Streubesitz: 31,60 %

52 W Hoch: 4,85 €

52 W Tief: 3,44 €

Durchs. Tagesvolumen : 20.659 €.*

* Quelle Comdirect (Frankfurt Parkett und Xetra, 250 Tage).



In Mio. Euro	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatz	25,930	31,047	33,841	36,887
EBITDA	2,313	3,482	4,175	4,921
EBIT	0,988	1,892	2,560	3,231
Konzernergebnis	2,086	4,536	3,147	3,715

In Euro

Gewinn je Aktie	0,23 €	0,44 €	0,34 €	0,40 €
Dividende je Aktie	0,10 €	0,15 €	0,20 €	0,20 €

In %

EBITDA-Marge	8,92 %	11,22 %	12,34 %	13,34 %
EBIT-Marge	3,81 %	6,09 %	7,57 %	8,76 %
Dividendenrendite	2,60 %	3,91 %	5,21 %	5,21 %

Kennzahlen

EV/Sales	1,11	0,93	0,77	0,62
EV/EBITDA	12,43	8,27	6,28	4,61
KGV	16,72	8,70	12,54	10,63
KBV (02.06.2008)		0,80		

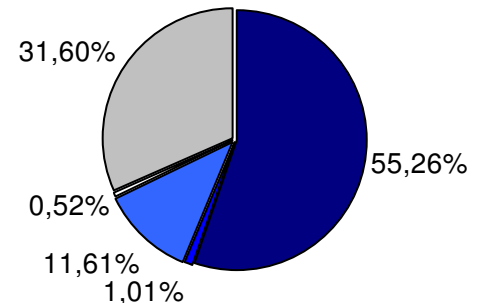
Highlights:

- Verhaltener Start in den den ersten 3 Monaten
- Bilanzielle Situation nach wie vor sehr solide
- Erwartete Erholung im Produktgeschäft bietet Steigerungspotenziale
- Marktforschungsunternehmen sieht USU als „strong performer“
- Kursziel bestätigt

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Udo Strehl	55,26 %
Peter Scheufler	11,61 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	1,01 %
Eigene Anteile USU Software AG	0,52 %
Streubesitz	31,60 %



Quelle: USU, 29.05.2008

Profil

Die 1977 gegründete USU Software AG mit Sitz in Möglingen, bietet als Spezialist für Business Service Management, Anwendungen und Servicedienstleistungen im Rahmen ihres Produkt- und Servicegeschäftes. Mit ihren bekanntesten Produkten Valuemation und USU KnowledgeCenter ist die USU Software AG in der Lage, den wachsenden technischen und kaufmännischen Anforderungen zu entsprechen und individuelle ganzheitliche Lösungen für ihre Kunden anzubieten. Mit dem Fokus auf dem Business Service Management als neuartiger strategischer Ansatz für die Unternehmen, ermöglichen die Produkte der USU Software AG die Konzentration auf die entscheidenden Kernprozesse sowie die Einbindung des Wertbeitrages der IT-Organisation in das Unternehmen.

Mit der integrierten Software Suite Valuemation haben die Kunden die Möglichkeit einer effizienten Kostenplanung ihrer IT-Assets sowie der individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener interner und externer Wissensquellen wird durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht.

Zum Kundenstamm der Gesellschaft gehören namhafte Unternehmen wie MAN, AOK, Allianz, Bosch, Volkswagen, T-Systems sowie von öffentlicher Seite die Städte Köln, Berlin, Stuttgart, sowie die Bayerische Staatskanzlei.

Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Hauptversammlung, Ludwigsburg	19. Juni 2008
Veröffentlichung Halbjahresbericht 2008	28. August 2008
Veröffentlichung 9-Monatsbericht 2008	10. November 2008
Analysten und Investorenkonferenz (Eigenkapitalforum)	10.-12. November 2008

Marktentwicklung

Der für USU relevante ITK-Markt wird regelmäßig vom Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) auf die künftigen Entwicklungen und Aussichten hin beleuchtet. Im Jahr 2008 wird laut BITKOM ein stabiles Wachstum um 1,6 % auf 145,2 Mrd. € prognostiziert. Für das kommende Jahr soll die Dynamik mit einer Wachstumsrate von 2 % auf 148,1 Mrd. € Marktvolumen leicht zunehmen. Hauptträger dieses Wachstums sind wie in der Vergangenheit die Teilmärkte Software und IT-Services, die mit einem erwarteten Wachstum von jeweils 5,3 % beziehungsweise 6,6 % im Jahr 2008, die wichtigsten Segmente für die USU darstellen. Die Prognose für den Markt der IT-Hardware sieht ein Wachstum von 0,7 % respektive 0,3 % für die Jahre 2008 und 2009 vor.

Weiterhin gehen in der diesjährigen Frühjahrsbefragung der BITKOM die befragten Unternehmen aus der Informationstechnik- und Telekommunikationsbranche von einer ähnlich positiven Entwicklung aus. So erwarten insgesamt 73 % der befragten Unternehmen nach wie vor steigende Umsatzerlöse für das laufende Geschäftsjahr. Aus dem für USU wichtigen IT-Services und Softwarebereich waren dabei 79 % der befragten Unternehmen optimistisch.

Die hervorragende Ausgangssituation um vom Marktwachstum zu profitieren wurde in einer aktuellen Analyse des internationalen Marktforschungsunternehmens Forrester bestätigt. So gehört die USU Software AG mit ihrer Produktsuite Valuemation erstmals zu den weltweit führenden Unternehmen im Bereich des IT Service Management. Im Umfeld von 13 untersuchten internationalen Unternehmen positioniert sich die USU sowohl im Bereich „komplexer Großprojekte“ als auch bei Unternehmen mit Projekten „kleineren Umfangs und Komplexität“ unter den leistungsstärksten Anbietern. Damit ist die USU Software AG auch auf der Produktebene gegenüber dem Wettbewerb gut aufgestellt, um einen erwarteten nachhaltigen Umsatzanstieg zu realisieren.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 1. Quartal 2008

in Mio. Euro	Q1 2007	Veränderung	Q1 2008
Umsatz	7,576	- 3,0 %	7,349
<i>davon Umsatz - Produkt</i>	5,226	- 12,8 %	4,556
<i>davon Umsatz - Service</i>	2,345	+ 18,6 %	2,780
EBITDA	0,613	- 54,3 %	0,280
EBIT	0,320	neg.	-0,014
Konzernergebnis	0,436	- 89,9 %	0,044
EPS in Euro	0,04	- 89,9 %	0,00

Quelle: GBC AG, USU Software AG

Der Start in den ersten drei Monaten des Jahres 2008 verlief bei der USU Software AG insgesamt verhalten. Die konzernweiten Umsatzerlöse reduzierten sich um 3,0 % auf 7,349 Mio. € nachdem im Vergleichszeitraum des Vorjahres 7,576 Mio. € erzielt wurden. Hauptsächlich verantwortlich für diesen Rückgang war das unter den Erwartungen gestartete Lizenzgeschäft. So leisteten die Lizenzerlöse im abgelaufenen ersten Quartal 2008 einen Umsatzbeitrag von 0,548 Mio. € was im Vergleich zum ersten Vorjahresquartal einem Rückgang in Höhe von 33,5 % gleich-

kommt (Q1/2007: 0,824 Mio. €).

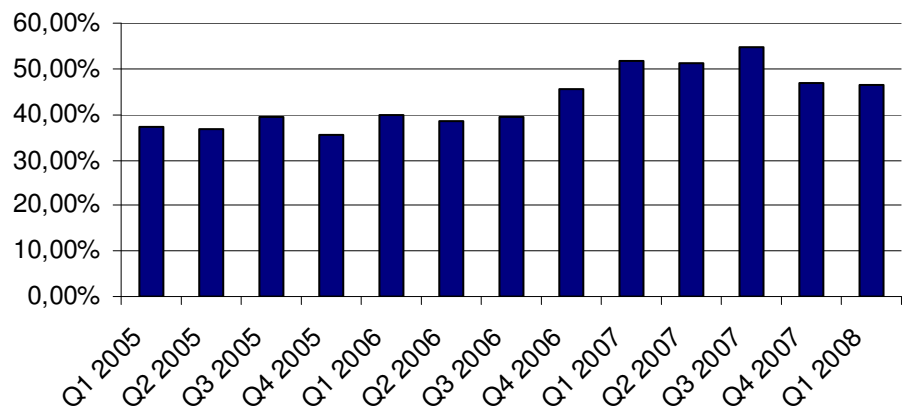
Auch die Beratungserlöse konnten als Folge von Investitionsverschiebungen im Bestands- und Neukundengeschäft mit 4,933 Mio. € nicht an den Vorjahreswert in Höhe von 5,057 Mio. € anknüpfen und reduzierten sich um 2,5 %. Im Gegensatz dazu wirkte sich das starke Lizenzgeschäft des abgelaufenen Geschäftsjahres 2007 positiv auf die ersten drei Monate dieses Jahres aus und führte zu einem Anstieg der Wartungserlöse in Höhe von 2,5 % auf 1,586 Mio. € (Q1/2007: 1,547 Mio. €).

Die erfolgreiche Zertifizierung der Produktlinie Valuemation legte einen wichtigen Grundstein für das Auslandswachstum der USU Software AG. Dabei konnte in den ersten drei Monaten dieses Jahres der Auslandsanteil auf 9,5 % gesteigert werden, nachdem im Geschäftsjahr 2007 die Auslandsumsätze auf 7,5 % zurückgegangen waren. Im Vergleich zum ersten Quartal 2007 stieg der Auslandsanteil von 8,5 % auf 9,5 %.

Das Geschäftsfeld „Produktgeschäft“, das grundsätzlich alle Aktivitäten der Produktpalette der USU Software AG im Markt für Business Service Management umfasst, hatte insgesamt einen Anteil von 62,0 % am gesamten Konzernumsatz. Dieser traditionell margenstarke Bereich, verzeichnete einen Rückgang von 5,226 Mio. € im 1. Quartal 2007 um 12,8 % auf 4,556 Mio. € (Q1 2008).

Im „Servicegeschäft“ konnte hingegen ein Anstieg auf 2,780 Mio. € verbucht werden. Im Vergleich zum ersten Quartal des Vorjahres ist dies ein Anstieg 18,6 % (Q1/2007: 2,345 Mio. €). In diesem Geschäftsfeld werden die Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten mit entsprechend individueller Anwenderentwicklung erfasst.

Entwicklung der Rohertragsmarge über die Quartale



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Aufbau des Servicegeschäftes, der mit einem zusätzlichen Einsatz an freien Mitarbeitern in diesem Geschäftsbereich einhergeht, wirkte sich auf die Herstellungskosten und in Folge auf die Rohertragsmarge belastend aus. So kam es in diesem Kostenbereich zu einem Anstieg von 3,661 Mio. € (Q1 2007) um 7,5 % auf 3,936 Mio. € (Q1 2008). In Folge kam es auch margenseitig zu einer Reduktion auf 46,4 %. In Q1 2007 betrug die Rohertragsmarge noch 51,7 %.

Erwartungsgemäß reduzierten sich die Marketing- und Vertriebsaufwendungen auf 1,230 Mio. €. Dieser Rückgang um 9,8 % zum ersten Quartal 2007 (1,363 Mio. €), resultiert zum einen aus einer gesunkenen Sachkostenquote und zum anderen aus dem hohen Kostenniveau des Vorjahres. Im Vorjahr belastete vor allem der Ausbau der Aktivitäten bei der LeuTek GmbH die Marketing- und Vertriebsaufwendungen. Die Kostenquote auf den Konzernumsatz bezogen beläuft sich auf 16,7 % (Q1 2007: 18,0 %).

Bei den allgemeinen- und Verwaltungskosten sowie den Forschungs- und Entwicklungskosten, gab es keine nennenswerten Veränderungen und sie bewegten sich auf dem Niveau des Vorjahres. Die Verwaltungsaufwendungen lagen bei 0,742 Mio. € und damit bei einer Kostenquote von 10,1 % des Konzernergebnisses. Im Vergleich zum ersten Quartal 2007 ist dies eine Reduktion von 0,1 %. Die Auswirkungen des effizienten Kostenmanagements werden hier sichtbar. Die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung fielen von 1,266 Mio. € (Q1 2007) auf 1,233 Mio. € (Q1 2008). Die Quote belief sich hier auf 16,8 % des Konzernumsatzes.

Der Saldo sonstiger betrieblicher Erträge und Aufwendungen summierte sich im Zeitraum der ersten drei Monate auf -0,016 Mio. € (Q1 2007: -0,019 Mio. €).

Insgesamt fiel das operative Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) analog zur verhaltenen Umsatzlage der ersten drei Monate sowie der leicht angestiegenen Kosten auf 0,280 Mio. €. Im Vergleich zum Vorjahresquartal als ein EBITDA von 0,613 Mio. € erzielt wurde, bedeutet dies ein Rückgang in Höhe von 54,3 %.

Die Abschreibungen auf im Rahmen von Unternehmensakquisitionen aktivierten immateriellen Vermögenswerte hielten sich weitestgehend auf stabilem Niveau. So stieg der Abschreibungsbetrag marginal von 0,204 Mio. € (Q1 2007) auf 0,206 Mio. € (Q1 2008). Die Höhe der Abschreibungen auf Sachanlagevermögen veränderte sich gegenüber dem Vergleichsquartal des Vorjahres ebenfalls marginal. So wurden in den ersten drei Monaten dieses Jahres insgesamt 0,088 Mio. € planmäßig abgeschrieben (Q1 2007: 0,089 Mio. €).

Demzufolge entwickelte sich auch das EBIT unterproportional zu den Umsatzerlösen und konnte an das Ergebnis des Vorjahres nicht anknüpfen.

Jedoch wirkten sich die weiterhin hohen Finanzmittelbestände von 10,985 Mio. € mit einem Finanzergebnis in Höhe von 0,078 Mio. € positiv auf das Konzernergebnis aus. Die liquiden Mittel pro Aktie betragen zum 31.03.2008 1,07 €.

Damit erzielte die USU Software AG ein Ergebnis vor Steuern (EBT) von 0,064 Mio. € (Q1 2007: 0,378 Mio. €). Der Konzernjahresüberschuss nach Steuern reduzierte sich im Vergleich zum ersten Quartal 2007 deutlich auf 0,044 Mio. €. Im Vorjahresquartal wurde ein Jahresüberschuss von 0,436 Mio. € erzielt. Insgesamt fielen 0,020 Mio. € Steuern an, dies entspricht einer Steuerquote von 31,3%.

Bilanzielle Betrachtung zum 31.03.2008

Die bilanzielle Situation der USU Software AG präsentiert sich nach wie vor äußerst solide. Durch den Quartalsüberschuss, verzeichnete das Eigenkapital im Vergleich zur Geschäftsjahresbilanz 2007, einen leichten Anstieg um 0,14 %. Zum Stichtag wurde ein Eigenkapital in Höhe von 46,545 Mio. € ausgewiesen. Dies entspricht einer Eigenkapitalquote von 84,7 %. Die wesentlichste Veränderung der Passivseite gegenüber der Jahresbilanz 2007 ist der Anstieg kurzfristiger Verbindlichkeiten in Höhe von 24,3 %. Für diese Entwicklung hauptsächlich verantwortlich sind die bereits zu Jahresbeginn in Rechnung gestellten Wartungsverträge, für die noch eine Leistungserbringung von Seiten der USU Software erfolgen wird. Demzufolge erhöhten sich die passiven Rechnungsabgrenzungsposten, die mit 3,720 Mio. € ausgewiesen wurden (GJ-Ende 2007: 0,758 Mio. €).

Ein um 10,6 % höheres Umlaufvermögen stellt auf der Aktivseite die größte Veränderung dar. Neben der stichtagsbezogenen Ausweitung noch nicht abgerechneter unfertiger Leistungen in Höhe von 1,979 Mio. € (GJ 2007: 0,588 Mio. €), zeichnete sich auch die Erhöhung liquider Mittel auf 10,985 Mio. € (GJ 2007: 9,921 Mio. €) für diese Entwicklung verantwortlich. Die langfristigen Vermögenswerte bewegten sich auf dem Niveau des Vorjahres und summierten sich auf 34,746 Mio. €.

Entwicklung des Cashflows in Q1 2008

Der operative Cashflow reduzierte sich infolge gesunkener Umsatzerlöse von 1,164 Mio. € (Q1 2007) auf 1,053 Mio. € (Q1 2008). Diese zur Umsatzentwicklung unterproportionale Reduktion ist hauptsächlich dem Rückgang des Working Capital zum Vorjahresquartal geschuldet.

Aufgrund geringerer Investitionen, vor allem in veräußerbare Wertpapiere, stieg der Investitions-Cashflow von -1,830 Mio. € (Q1 2007) auf -0,086 Mio. € (Q1 2008).

Beim Finanzierungs-Cashflow gab es wie bereits im ersten Vorjahresquartal keine Veränderungen.

Ausblick und Fazit

Vor dem Hintergrund eines stabilen Marktumfeldes sowie anziehender Vertriebsaktivitäten im Ausland, gehen wir weiterhin von einer positiven Geschäftsentwicklung der USU Software AG im laufenden Geschäftsjahr aus.

Nach dem verhaltenen Start im 1. Quartal, erwarten wir für das zweite Quartal einen deutlichen Anstieg des margenstarken Lizenzgeschäftes. Diese Annahme wird durch weitere anstehende Projekte gestützt. Im Zuge der Ausweitung des Lizenzgeschäftes, sollte auch das Beratungsgeschäft ab dem zweiten Halbjahr ein höheres Wachstum erzielen. Die Grundlage dieser Erwartung wird durch die Erhöhung des Auftragsbestands um 32,7 % auf 13,394 Mio. € sichtbar (Q1 2007: 10,093 Mio. €). Dieser stichtagsbezogene Bestand repräsentiert die bereits fixierten zukünftigen Umsätze der USU Software AG, die vorwiegend aus projektbezogenen Aufträgen und Wartungsverträgen bestehen.

Der leichte Anstieg der Auslandsumsätze in den ersten drei Monaten dieses Jahres spiegelt die internationalen Vertriebsbemühungen der USU Software AG wider. Besonders erwähnenswert ist die geplante Erschließung des noch unterentwickelten arabischen Marktes. Projekte, die in etwa deutsche Größenordnungen aufweisen, sind hier kurz- bis mittelfristig zu erwarten.

Weiterhin dominieren positive Signale den ITK-Markt. Auf europäischer Ebene prognostiziert das European Information Technology Observatory (EITO), für das laufende Jahr einen Volumenanstieg der für die USU relevanten europäischen Marktsegmente Software und IT-Services in Höhe von 5,6 %. Laut BITKOM wird in Deutschland ein Marktwachstum in den entsprechenden Segmenten von 5,3 % erwartet. Die USU Software AG ist mit ihren Produkten im IT-Asset und Servicemanagement hervorragend für die internationalen Märkte positioniert und damit in einer guten Ausgangssituation für weiteres Wachstum. Dies wird auch in Marktstudien bestätigt. Das internationale Marktforschungsunternehmen Forrester sieht die USU mit ihrer Produktsuite Valuation unter den stärksten internationalen Anbietern. Dieses Ergebnis wurde vom Marktforschungsunternehmen ECP ebenfalls bestätigt. USU nahm im Bereich CMDB/CMS (Configuration Management Database) einen Spitzenrang in einem internationalem Umfeld ein.

In Summe behalten wir unsere Schätzung der Umsatzerlöse aus unserer letzten Studie (09.04.2008), für dieses Geschäftsjahr in Höhe von 33,841 Mio. € bei. Unsere Erwartungen eines starken zweiten Quartals sowie des saisonal bedingten Umsatzanstieges des zweiten Halbjahres, stützen unsere positiven Einschätzungen für den weiteren Verlauf dieses Geschäftsjahres. Damit haben wir auch unsere Prognose für das EBITDA in 2008 mit 4,175 Mio. € unverändert belassen. Auch die geschätzte EBITDA-Marge von 12,3 % bleibt unverändert.

Wir bestätigen damit unsere Kaufempfehlung für die Aktie der USU Software AG und sehen den fairen Wert auf Basis 2008 unverändert bei 6,11 €. (Zum Bewertungsmodell siehe auch Studie vom 09.04.2008)

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 Wertes 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 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 AG 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 AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG 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 AG 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:

Analyst 1: Christoph Schnabel, Finanzanalyst

Analyst 2: Cosmin Filker, Finanzanalyst (junior)

§ 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 der 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

Analysten für diese Studie:

**Christoph Schnabel; Finanzanalyst
Cosmin Filker; Finanzanalyst (junior)**