



Researchstudie (Anno)



USU Software AG

KAUFEN

Stand: 31.03.2009

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 18

31.03.2009

USU Software AG^{(5,7)*}

KAUFEN

Kursziel: 4,58 €

Kurs: 2,45 €
31.03.2009, 12:00 Uhr,
Börse: Xetra

**Letztes Rating
(Kursziel):**
KAUFEN / 4,46 €
19.11.2008

Marktsegment:
Prime Standard

Rechnungslegung:
IFRS

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

Kontakt:

USU Software AG
Falk Sorge
Spitalhof
D-71696 Möglingen

Tel.: +49 71414867-351
Fax: +49 71414867-108

Internet:
investor@usu-software.de
www.usu-software.de

*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S. 20

Unternehmensprofil:

Branche: Software, IT-Beratung

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

Mitarbeiter: 252 (31.12.2008)

Gründung: 1977

Vorstandsvorsitzender:
Bernhard Oberschmidt

WKN: A0BVU2

ISIN: DE000A0BVU28

Börsenkürzel: OSP2

Anzahl Aktien: 10,19 Mio. Stück

Marktkap.: 27,80 Mio. Euro

Streubesitz: 27,30 %

52 W Hoch: 3,99 Euro

52 W Tief: 1,77 Euro

Durchs. Tagesvolumen : 11.078 €



In Mio. €	2007	2008	2009e	2010e
Bruttoergebnis	31,05	33,98	35,34	37,10
EBITDA / Marge	3,48 11,2%	2,29 6,7%	3,00 8,5%	3,33 9,0%
EBIT / Marge	1,89 6,1%	0,97 2,8%	1,59 4,5%	1,96 5,3%
Jahresüberschuss	4,54	1,29	1,66	1,98
In €				
Gewinn je Aktie*	0,44	0,13	0,16	0,19
Dividende je Akt. / Rendite	0,15 6,1%	0,15 6,1%	0,15 6,1%	0,15 6,1%
Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,47	0,42	0,40	0,38
EV/EBITDA	4,17	6,24	4,76	4,28
EV/EBIT	7,67	14,76	8,97	7,28
KGV	5,55	19,28	15,23	12,83
KBV (EK-Basis zum 31.12.2008)		0,54		

Highlights:

- ITK-Markt in Deutschland und Europa weiterhin stabil
- USU-Produkte nehmen global eine Spitzenposition ein
- Ergebnis durch Sondereinflüsse belastet
- Starkes Q4 2008 führt zu deutlichem Umsatz- und Ergebniswachstum
- Sehr gesunde Bilanzrelationen mit einer EK-Quote von 84,8 % und einer Cashausstattung von 9,54 Mio. €, eröffnen die Möglichkeit eines anorganischen Wachstums
- Dividende von 0,15 € je Aktie vorgeschlagen

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	4
Profil.....	4
Der Konsolidierungskreis der USU Software AG.....	5
Die nächsten Unternehmenstermine.....	5

Markt und Marktumfeld.....	6
-----------------------------------	----------

Unternehmensentwicklung & Prognosen

Zahlen im Überblick.....	7
Umsatz- und Ergebnisentwicklung Geschäftsjahr 2008...	8
Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2008.....	12
Prognose und Modellannahmen.....	13

Bewertung/ Fazit

Bestimmung der Kapitalkosten	15
Discounted Cashflow-Modell.....	16
Fazit	17

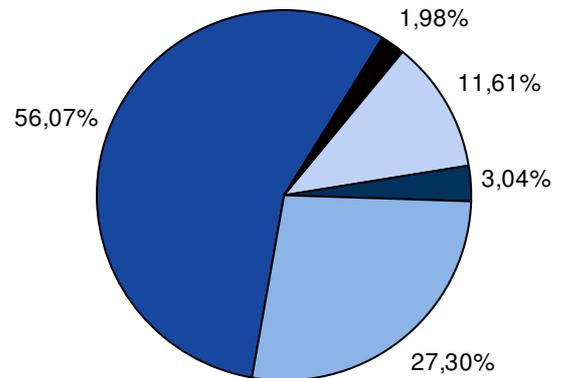
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	18
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	20

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Udo Strehl / USPEG / WIZ-Stiftung	56,07 %
Peter Scheufler	11,61 %
USU-Organen (exkl. Udo Strehl)	1,98 %
Eigene Anteile USU Software AG	3,04 %
<hr/>	
Streubesitz	27,30 %



Quelle: USU, 20.03.09

Profil

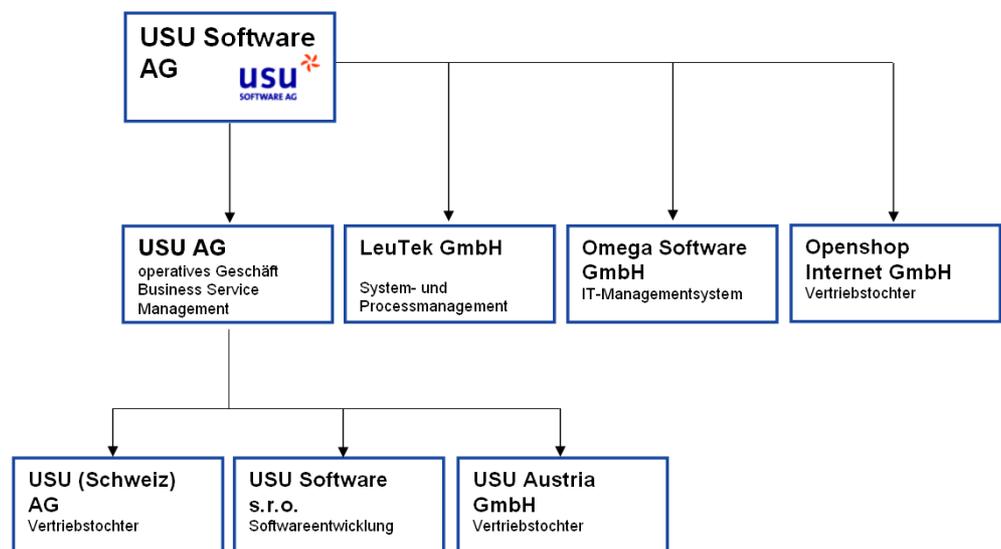
Die 1977 gegründete USU Software AG mit Sitz in Möglingen bietet als Spezialist für Business Service Management, Anwendungen und Servicedienstleistungen im Rahmen ihres Produkt- und Servicegeschäftes. Mit ihren bekanntesten Produkten Valuation und USU KnowledgeCenter ist die USU Software AG in der Lage, den wachsenden technischen und kaufmännischen Anforderungen zu entsprechen und individuelle ganzheitliche Lösungen für ihre Kunden anzubieten. Dabei liegt der Fokus auf dem Business Service Management, welches als ein neuartiger strategischer Ansatz für die Unternehmen den Wertbeitrag der IT-Organisation in den Unternehmenserfolg einbindet. Besonders wichtig ist das Herausfiltern und die Konzentration auf die Prozesse, die für diesen entscheidend sind. Mit der integrierten Software Suite Valuation haben die Kunden der USU Software AG diese Möglichkeit, gepaart mit einer effizienten Kostenplanung ihrer IT-Assets sowie einer individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Das Ziel nachhaltiger Kosteneinsparungen und nutzungsabhängiger Kostenverrechnung bestimmt die Qualität und Optimierungspotenziale dieses Produktes.

Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener interner und externer Wissensquellen werden im Bereich der Knowledge Business Lösungen durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht. Das Leistungsspektrum der USU Software AG wird durch die Business Solutions, die die Realisierung und Integration kompletter IT-Systeme und Architekturen im Rahmen von Projekten unterstützt, abgerundet. Individuallösungen für die Automobilindustrie über die Finanzbranche bis hin zum öffentlichen Sektor verdeutlichen die branchenübergreifenden Einsatzmöglichkeiten der von USU Software AG angebotenen Beratungsdienstleistungen.

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.

Der Konsolidierungskreis der USU Software AG

Die USU Software AG ist als Konzerngesellschaft an fünf operativen inländischen und europäischen Tochtergesellschaften, die im Konzernverbund voll integriert sind, beteiligt. Im Zuge des weiteren Ausbaus der internationalen Aktivitäten ist die Gründung der eigenen Landesgesellschaft USU Austria GmbH in Wien erwähnenswert. Hiermit soll künftig auch eine nahe Adressierung der bereits bestehenden Kunden in Österreich ermöglicht werden. Im Fokus liegt zudem auch eine verstärkte Neukundenansprache in attraktiven Zielmärkten wie Tschechien, Slowakei, Polen, Slowenien, Ungarn, Kroatien sowie im weiteren Verlauf auch Russland. Neben den operativen Tochtergesellschaften bestehen daneben Beteiligungen an der Openshop Internet Software GmbH sowie der Gentner GmbH Pro COMMUNICATION i.L., welche nicht mehr operativ tätig sind.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die nächsten Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
Analysten- und Investorenkonferenz (DVFA/ Small Cap Forum)	29. April 2009
Veröffentlichung 3 – Monatsbericht 2009	19. Mai 2009
Jahreshauptversammlung	25. Juni 2009
Veröffentlichung 6 – Monatsbericht 2009	20. August 2009
Veröffentlichung 9 – Monatsbericht 2009	09. November 2009
Analysten- und Investorenkonferenz (Eigenkapitalforum)	09-11. November 2009
Analysten- und Investorenkonferenz (MKK- Münchener Kapitalmarkt Konferenz)	08-09. Dezember 2009

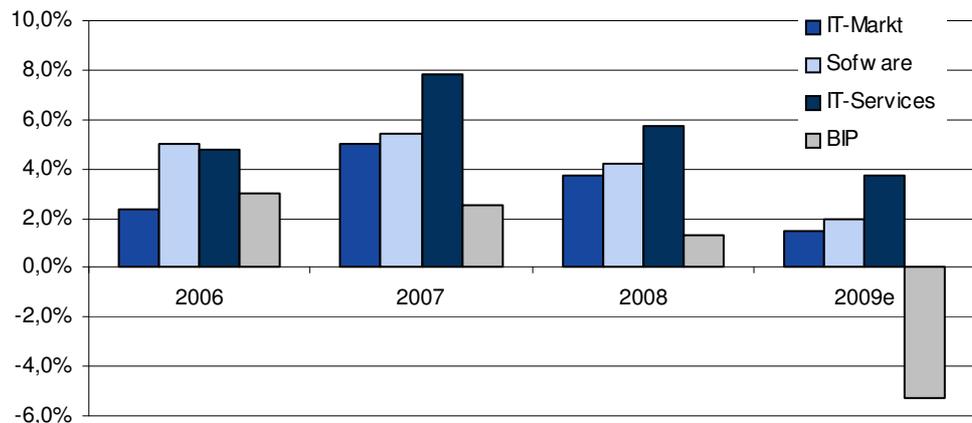
Markt und Marktumfeld

Die gesamtwirtschaftlichen Konjunkturdaten für Deutschland zeigen das derzeit schwierige Marktumfeld für deutsche Unternehmen deutlich auf. Vor dem Hintergrund der weltweiten Wirtschafts- und Finanzkrise verzeichnete die deutsche Wirtschaft auf Jahressicht 2008 ein BIP-Wachstum von 1,3 % nach zuletzt 2,5 % (2007) respektive 3,0 % (2006). Die negativen Impulse dieser Entwicklung kamen insbesondere vom rückläufigen Investitionsgeschäft sowie dem signifikant gesunkenen Exportgeschäft.

Die derzeit schwierige Konjunkturlage schlug sich dennoch nicht im vollen Ausmaße auf die Entwicklung der deutschen ITK-Branche durch. Laut Untersuchungen des deutschen Bundesverbandes Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM), konnte der IT-Markt in 2008 gegenüber dem Vorjahr sogar ein deutliches Wachstum in Höhe von 3,7 % erzielen. Als besonders dynamisch erwiesen sich die für die USU Software AG relevanten Teilmärkte IT-Services und Software mit Steigerungsraten von 5,7 % sowie 4,2 %. Neueste Umfragen über die Auswirkungen der Wirtschaftskrise auf die IT-Branche lassen eine Abnahme der Wachstumsraten erwarten. BITKOM geht in diesem Zusammenhang von einer stabilen Entwicklung des IT-Marktes in 2009, mit einem Wachstum in Höhe von 1,5 % aus.

ITK-Markt soll auch künftig wachsen; +1,5 % in 2009

Wachstumsraten des deutschen ITK-Marktes



Quelle: BITKOM, Destatis, OECD

Diese Tendenzen lassen sich laut Marktforschungsinstitut EITO auch auf den für die USU Software AG wichtigen europäischen Märkten beobachten. Demnach wird die Nachfrage nach Software und IT-Services im laufenden Jahr, von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung losgelöst, um 2 % ansteigen.

Die USU Software AG kann sich mit ihren Produkten, hier insbesondere mit USU Valuation im Bereich IT Service Management und CMDB, eine hervorragende Ausgangssituation sichern. Gemäß einer aktuellen Umfrage des unabhängigen Marktforschungsunternehmens ECP überzeugt USU Valuation hinsichtlich ihres Lösungsangebotes, Funktionsvielfalt, Produktstrategie und Road Map und positioniert sich im internationalen Umfeld an vorderster Stelle. Damit verfügt die USU Software AG über eine gute Basis in einem Marktumfeld, das nach wie vor stabile Wachstumsraten aufzeigt.

+2,0 % in 2009 auf europäischer Ebene

USU-Produkte nehmen global den Spitzenplatz ein

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2007	GJ 2008	GJ 2009e	GJ 2010e
Umsatzerlöse	31,047	33,977	35,336	37,103
Herstellungskosten	-15,158	-17,398	-18,551	-19,108
Bruttoergebnis vom Umsatz	15,889	16,579	16,785	17,995
Marketing- und Vertriebskosten	-5,396	-6,077	-6,148	-6,500
Allgemeine- und Verwaltungskosten	-2,727	-2,991	-3,110	-3,302
Forschungs- und Entwicklungskosten	-4,866	-5,327	-5,100	-5,454
Abschreibungen auf Firmenwert	-0,235	-0,124	-0,150	-0,150
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen	-0,971	-0,825	-0,870	-0,832
Sonstige betriebliche Erträge	0,330	0,372	0,371	0,390
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,132	-0,640	-0,187	-0,186
Betriebsergebnis	1,892	0,967	1,590	1,960
Zinserträge	0,578	0,750	0,420	0,410
Zinsaufwendungen	-0,113	-0,242	-0,098	-0,100
Ergebnis vor Steuern	2,357	1,475	1,912	2,270
Steuern vom Einkommen und Ertrag	2,179	-0,181	-0,249	-0,295
Jahresüberschuss	4,536	1,294	1,664	1,975

Ergebniszahlen (in Mio. €)

EBITDA	3,482	2,288	3,000	3,332
in %	11,22 %	6,73 %	8,49 %	8,98 %
EBIT	1,892	0,967	1,590	1,960
in %	6,09 %	2,85 %	4,50 %	5,28 %
Ergebnis je Aktie in €	0,44	0,13	0,16	0,19
Dividende je Aktie in €	0,15	0,15	0,15	0,15

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS

Bilanzstichtag:
31.12.2008

Operatives Anlagevermögen	33,977
Working Capital	1,724
Nettoverschuldung	-10,683
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,203
Finanzvermögen	10,886
Eigenkapitalquote in %	84,8 %
Gezeichnetes Kapital	10,335
Bilanzsumme	54,153

Deutliches Umsatzwachstum in 2008

Prognosen übertroffen

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - Geschäftsjahr 2008

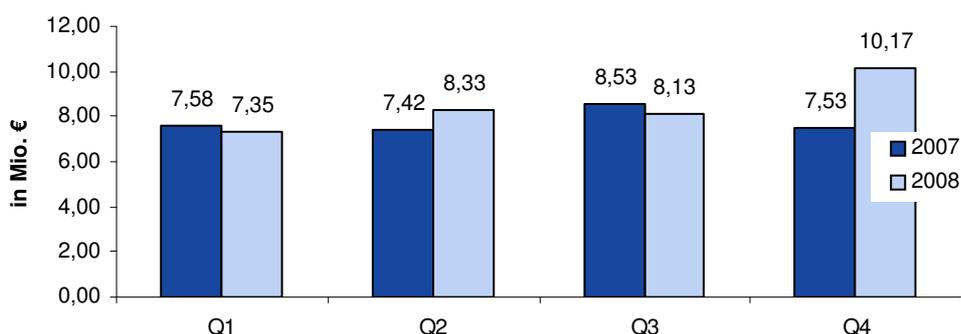
in Mio. Euro	GJ 2007	Veränderung	GJ 2008
Umsatz	31,05	+ 9,4 %	33,98
davon Umsatz - Produkt	21,54	+ 3,6 %	22,32
davon Umsatz - Service	9,47	+ 22,7 %	11,62

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 erzielte die USU Software AG zum fünften Jahr in Folge ein deutliches Umsatzwachstum und weist einen neuen Rekordwert von 33,98 Mio. € auf. Demnach konnten die Vorjahresumsätze von 31,05 Mio. € um 9,4 % übertroffen werden. Damit erfüllte das Unternehmen auch die Prognose eines über dem IT-Markt (2008: +3,7 %) liegenden Umsatzwachstums. Diese Entwicklung wurde wesentlich vom starken Servicegeschäft getragen, das auch im letzten Quartal des abgelaufenen Geschäftsjahres 2008 als Folge mehrerer Neukundenaufträge eine hohe Dynamik aufweisen konnte und mit 3,20 Mio. € das Vergleichsquartal des Vorjahres um 24,5 % übertraf.

Auf Gesamtjahressicht erzielte die USU Software AG mit diesem Geschäftsbereich einen Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 22,7 % auf 11,62 Mio. € (GJ 07: 9,47 Mio. €). Die zweite Umsatzsäule des Unternehmens, das Produktsegment, stieg als Folge von Mehraufwendungen für ein großes Festpreisprojekt und sich daraus ergebenden gesunkenen Beratungserlösen, gegenüber dem Vorjahr nur leicht an. Hier erzielte die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 22,32 Mio. € und verzeichnet damit gegenüber 2007 eine Steigerung in Höhe von 3,6 % (GJ 07: 21,54 Mio. €). Die beschriebenen Sondereffekte im Produktsegment wirkten sich besonders im dritten Quartal aus, wohingegen das vierte Quartal mit Umsätzen in Höhe von 6,96 Mio. € und einem Plus von 41,0 % (Q4 07: 4,93 Mio. €) wieder mit einem dynamischen Wachstum gegenüber dem Vorjahr aufwarten konnte. Unsere Prognosen der letzten Studie vom 19.11.2008 wurden damit deutlich übertroffen.

Umsatzentwicklung der Quartale 2008



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung International

Das internationale Geschäft der Gesellschaft konnte im Zuge der spürbaren globalen Investitionszurückhaltung nicht an das Vorjahr anknüpfen und fiel mit Umsatzerlösen in Höhe von 2,29 Mio. € um 4,3 % geringer als im Vorjahr aus (GJ 07: 2,39 Mio. €). Allerdings hob sich hier das letzte Quartal 2008 deutlich von den ersten drei Quartalen ab und konnte mit Umsätzen von

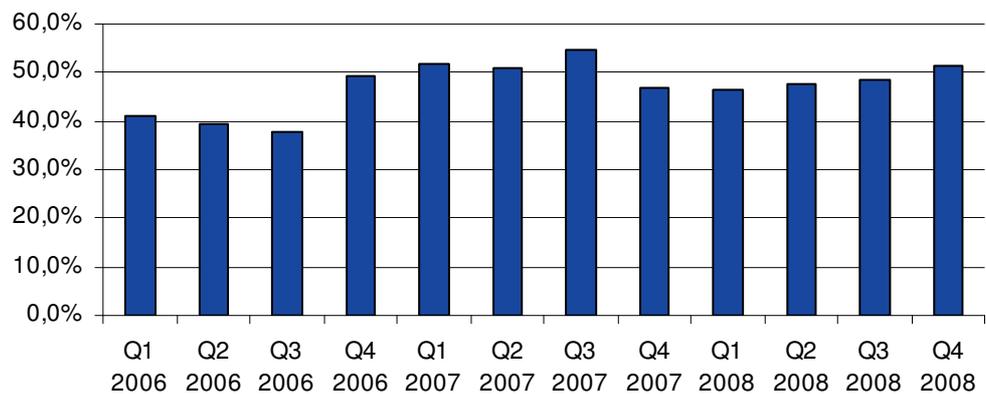
Festpreisprojekt belastete Rohertrag

0,65 Mio. € den Vorjahreszeitraum um 20,2 % übertreffen (Q4 07: 0,54 Mio. €). Die ersten positiven Effekte der forcierten Internationalisierungsstrategie der USU Software AG, mit einem in diesem Zusammenhang verstärkten Vertriebsteam der Konzerntochter USU AG, werden hier deutlich.

Kostenbetrachtung für das Geschäftsjahr 2008

Das hohe Niveau der Rohertragsmarge des Vorjahres konnte sich aufgrund von Sondereffekten nicht fortsetzen. Demzufolge liegt der Rückgang der Rohertragsmarge auf nun 48,8 % (GJ 07: 51,2 %) im Wesentlichen in einem großen Festpreisprojekt begründet, das im Verlauf des zweiten und dritten Quartals nicht abrechenbare Mehraufwendungen nach sich zog und somit die Ressourcen des margenstarken „Produktgeschäfts“ belastete. Im Rahmen dieses Großprojektes musste die USU Software AG auch zusätzliche Beratungskapazitäten durch den Einsatz freier Mitarbeiter aufbauen, die in Folge zu einer erhöhten Herstellkostenquote führten. Der Wegfall dieser Sonderbelastungen führte im vierten Quartal zu einer Normalisierung der Rohertragsmarge. Diese übertraf mit 51,5 % zudem den Vorjahreswert von 46,7 % deutlich.

Entwicklung der Rohertragsmarge über die Quartale



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wie erwartet führten die forcierten Aktivitäten zur Markteinführung neuer weiterentwickelter Produkte zu einem Anstieg der Marketing- und Vertriebsaufwendungen in Höhe von 12,6 % auf 6,08 Mio. € (GJ 07: 5,40 Mio. €). Im Zusammenhang mit dieser Produktoffensive ist auch die damit verbundene Ausweitung des Lizenzgeschäftes zu erwähnen, die zu einem Anstieg der erfolgsabhängigen Lohnbestandteile für den Vertrieb geführt hat. Auch im laufenden Geschäftsjahr sollte die Weiterentwicklung der Produktpalette der USU Software AG jedoch zu erhöhten Belastungen der Marketing- und Vertriebsaufwendungen führen. Dementsprechend gehen wir nur von einer leicht rückläufigen Entwicklung der derzeitigen Aufwandsquote von 17,9 % auf 17,4 % in 2009 aus.

Die allgemeinen Verwaltungsaufwendungen stiegen gegenüber dem Vorjahreswert um 2,1 % auf 3,05 Mio. € (GJ 07: 2,99 Mio. €). Dieser Anstieg resultiert dabei sowohl aus dem Anstieg der Personal- als auch der Sachkosten. Die Aufwandsquote blieb mit 8,8 % aufgrund der Umsatzausweitung auf Vorjahresniveau. Erwartungsgemäß führten zusätzliche Investitionen in Produktinnovationen zu einem Anstieg der Forschungs- und Entwicklungskosten. Diese lagen im Geschäftsjahr 2008 mit 5,33 Mio. € um 9,5 % über dem Vorjahresniveau (GJ 07: 4,87 Mio. €). Diese Entwicklung

steuerliche Sondereffekte belasten

spiegelt auch den währungsbedingten Personalkostenanstieg der tschechischen Entwicklungsgesellschaft USU Software s.r.o. wider, der durch die Aufwertung der tschechischen Krone im ersten Halbjahr 2008 zu zusätzlichen Belastungen geführt hatte. Die Aufwandsquote blieb hingegen aufgrund gestiegener Umsätze mit 15,7 % exakt auf Vorjahresniveau. Die Vorgabe klarer Einsparziele im Forschungs- und Entwicklungsbereich und damit auch zusammenhängend einem Personaltransfer der Forschungsmannschaft in den Beratungsbereich, sollten diese Aufwendungen in 2009 rückläufig gestalten. In diesem Zusammenhang wirkt sich hier auch der gegenüber der tschechischen Krone stärkere Euro entlastend aus.

Das sonstige betriebliche Ergebnis der USU Software AG in Höhe von -0,27 Mio. € (GJ 07: 0,20 Mio. €) wurde im Wesentlichen durch einen Rückzahlungsbetrag an das Finanzamt in Höhe von 0,50 Mio. € belastet. Diese Rückzahlungsverpflichtung wurde seitens des Finanzamtes aufgrund der Nichtanerkennung der Unternehmereigenschaft der USU Software AG für die Jahre 2002 bis 2004 in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen verbucht. Somit entstand in 2008 ein liquiditätsneutraler aber ergebniswirksamer Steuereffekt, der sich negativ auf das Ergebnis auswirkte. Die Gesellschaft hat gegen den Steuerbescheid Einspruch eingelegt und erwartet eine Rückerstattung. Aufgrund des Wegfalls dieser Sonderbelastung sollte das sonstige betriebliche Ergebnis in 2009 wieder positiv sein.

Ergebnisbetrachtung für das Geschäftsjahr 2008

in Mio. Euro	GJ 2007	Veränderung	GJ 2008
EBITDA	3,48	- 34,3 %	2,29
EBITDA (bereinigt)*	3,48	- 5,5 %	3,29
EBIT	1,89	-48,9 %	0,97
EBIT (bereinigt)*	1,89	+ 4,2 %	1,97
Konzernergebnis	4,54	- 71,5 %	1,29
EPS in Euro	0,44	- 71,5 %	0,13

* bereinigt um Sondereffekt (Steuereffekt: 0,50 Mio. € + Festpreisprojekt: 0,50 Mio. €)

EBIT auf Jahressicht rückläufig; starker Anstieg in Q4 2008

Die eben beschriebene Kostenausprägung im Geschäftsjahr 2008 führte in Summe zu einem Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen in Höhe von 2,29 Mio. € und damit gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres 2007 zu einer Reduktion in Höhe von 34,3 % (GJ 07: 3,48 Mio. €). Entsprechend rückläufig gestaltete sich auch die Margensituation mit einer EBITDA-Marge zum Bilanzstichtag in Höhe von 6,7 %. Unsere Prognosen der letzten Studie, die eine EBITDA-Marge in Höhe von 6,2 % erwarteten, wurden aufbauend auf das sehr gute Q4 2008 übertroffen. Bereinigt um Sondereffekte beträgt das EBITDA 3,78 Mio. € und kommt damit gegenüber dem Vorjahr einer Reduktion in Höhe von 5,5 % gleich.

Die konzernweiten Abschreibungen der USU-Gruppe summierten sich im Geschäftsjahr 2008 auf 1,32 Mio. € und reduzierten sich gegenüber dem Vorjahr um 16,9 % (GJ 07: 1.59 Mio. €). Ein Großteil hiervon entfiel auf die im Rahmen von Unternehmensakquisitionen aktivierten immateriellen Vermögenswerte (0,83 Mio. €) die von den Abschreibungen auf Firmenwerte und dem Sachanlagevermögen komplettiert werden. Aufgrund der positiven Ergebnisentwicklung der Tochtergesellschaft USU AG und daraus resultierend einer positiven Ergebnisplanung für das laufende Geschäftsjahr 2009,

Finanzmittel in Höhe von 9,54 Mio. €**Weiterhin hohe Verlustvorträge entlasten Steuersituation****Dividende von 0,15 € je Aktie vorgeschlagen**

wurden neue aktive latente Steuern auf steuerliche Verlustvorträge in Höhe von 0,12 Mio. € gebildet und entsprechend die Firmenwerte in gleicher Höhe abgeschrieben. Abschreibungen auf Sachanlagevermögen blieben mit 0,37 Mio. € um 3,1 % unter Vorjahresniveau (GJ 07: 0,38 Mio. €).

Demzufolge fiel das EBIT der USU Software AG in 2008 um 48,9 % unter dem Vorjahresniveau 2007, als noch ein EBIT von 1,89 Mio. € erzielt werden konnte. Entsprechend reduzierte sich auch die EBIT-Marge von 6,1 % (2007) auf 2,9 % (2008). Die in unserer Studie vom 19.11.2008 unter Berücksichtigung der Sondereffekte im zweiten und dritten Quartal erwartete EBIT-Marge von 1,9 %, wurde dennoch deutlich übertroffen. Das bereinigte EBIT beträgt 1,97 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahr entspricht dies einer Zunahme in Höhe von 4,2 %.

Die nach wie vor hohen Finanzmittelbestände der USU Gruppe summierten sich zum Bilanzstichtag 31.12.2008 auf 9,54 Mio. € und führten wie in den Vorjahren zu einem positiven Finanzergebnis. Eine im Geschäftsjahr 2008 erfolgte Steuerrückerstattung des Finanzamtes im Zusammenhang mit dem Börsengang der USU Software AG aus dem Jahr 2000, beeinflusste die Zinserträge positiv. Die erfolgsneutrale aber liquiditätswirksame Steuerrückerstattung aus dem genannten Jahr, wurde in Höhe von 0,44 Mio. € in die Kapitalrücklage gebucht und im Rahmen des § 233a AO über die gesamte Dauer von acht Jahren zu kapitalmarktüblichen Konditionen verzinst. Diese trugen mit 0,30 Mio. € zum Zinsertrag bei. Insgesamt konnten die Zinserträge des Berichtszeitraums auf 0,75 Mio. € um 29,8 % angehoben werden (GJ 07: 0,58 Mio. €).

Auf Seite der Zinsaufwendungen führte die im dritten Quartal 2008 erfolgte ergebniswirksame Rückzahlung an das Finanzamt in Höhe von 0,50 Mio. € zu einem außerordentlichen liquiditätswirksamen Zinsaufwand gemäß §233a AO in Höhe von 0,14 Mio. € und damit in Summe zu Zinsaufwendungen in Höhe von 0,24 Mio. € (GJ 07: 0,11 Mio. €).

Aufgrund des Ergebnisabführungsvertrages mit der LeuTek GmbH wurden im Vorjahr die aktiven latenten Steuern auf Verlustvorträge der USU Software AG mit den passiven latenten Steuern aus der Kaufpreisallokation saldiert. In Summe ergab sich für das Geschäftsjahr 2007 ein außerordentlicher Steuerertrag in Höhe von 2,18 Mio. €. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 fielen diese Sondereffekte aus und damit für die USU Software AG eine Steuerbelastung in Höhe von 0,18 Mio. € an. Diese zieht jedoch eine sehr niedrige Steuerquote in Höhe von 12,3 % nach sich. Das Unternehmen verfügt über nach wie vor hohe steuerliche Verlustvorträge in Höhe von 42,36 Mio. €, die die Aktivierung latenter Steuern aufgrund positiver Ergebniserwartungen nach sich ziehen. Dieser Vorgang führt in den kommenden Jahren zu einer nachhaltigen Minderung der Steuerquote der Gesellschaft. Somit stellen die Verlustvorträge ein wichtiges Asset dar.

Der Jahresüberschuss der USU Software AG fiel mit 1,30 Mio. € um 71,5 % geringer als im Vorjahr aus (GJ 07: 4,54 Mio. €). Dies entspricht einem IFRS-Ergebnis je Aktie in Höhe von 0,13 €. Die Gesellschaft verfügt aufgrund der in 2008 für das Geschäftsjahr 2007 erfolgten Dividendenzahlung der Tochtergesellschaft USU AG über eine stabile Entwicklung des HGB-Ergebnisses (3,61 Mio. € oder 0,35 € je Aktie). Damit sieht sich das Unternehmen in der Lage an ihrer Dividendenkontinuität festzuhalten und wird wie im Vorjahr eine Dividende in Höhe von 0,15 € je Aktie vorschlagen.

**Hohe Eigenkapital-
quote**

Bilanzielle Betrachtung zum 31.12.2008

Die bilanzielle Situation der USU Software AG gestaltete sich auch zum Bilanzstichtag 31.12.2008 sehr solide. So verfügt die Gesellschaft mit einem Eigenkapital in Höhe von 45,92 Mio. € über eine nach wie vor sehr hohe Eigenkapitalquote von 84,8 %. Gegenüber dem Eigenkapital des Vergleichstichtages zum 31.12.2007 in Höhe von 46,48 Mio. € führte sowohl die Einstellung der rückgekauften eigenen Anteile in die gesetzliche Rücklage in Höhe von 0,87 Mio. € als auch die Dividendenauszahlung in Höhe von 1,54 Mio. € zu der leichten Reduktion des Eigenkapitals zum 31.12.2008.

Das kurzfristige Fremdkapital der Gesellschaft stieg von 6,49 Mio. € (31.12.2008) auf 8,08 Mio. € (31.12.2008). Diese Entwicklung resultiert im Wesentlichen aus einem Anstieg der sonstigen Rückstellungen und Verbindlichkeiten, welche hauptsächlich die final ermittelte Earn-Out-Zahlung gegenüber den Altgesellschaftern der Konzerntochter LeuTek GmbH in Höhe von 0,88 Mio. € beinhaltet. Ein weiterer Grund für die höheren kurzfristigen Verbindlichkeiten ist der Anstieg der Personalrückstellungen für variable Gehälter sowie Urlaubsansprüche. Die langfristigen Schulden der Gesellschaft, die lediglich die Rückstellungen für Pensionen abbilden, haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 aufgrund eines niedrigeren bewertungsrelevanten Zinsniveaus, auf 0,15 Mio. € rückläufig entwickelt (GJ 07: 0,30 Mio. €).

Die Aktivseite der Bilanz wurde wesentlich vom Anstieg des Umlaufvermögens auf 19,29 Mio. € (GJ 07: 18,24 Mio. €) beeinflusst, was unter anderem der Entwicklung noch nicht abgerechneter unfertiger Leistungen geschuldet ist. Diese stiegen stichtagsbedingt von 0,59 Mio. € (31.12.2007) auf 1,83 Mio. € (31.12.2008) an. Die langfristigen Vermögensgegenstände hingegen blieben im Vergleich zum Vorjahr mit einer leichten Reduktion in Höhe von 0,5 % auf 34,86 Mio. € (GJ 07: 35,03 Mio. €) nahezu unverändert.

Insgesamt beläuft sich damit die Bilanzsumme zum 31.12.2008 auf 54,15 Mio. €.

Entwicklung des Cashflows in 2008

Der operative Cashflow fiel aufgrund des guten Jahresergebnisses mit 1,81 Mio. € positiv aus, gestaltete sich allerdings im Vergleich zum Vorjahr rückläufig (GJ 07: 2,88 Mio. €). Hier wirkten sich sowohl die Abschreibungen in Höhe von 1,32 Mio. € als auch der stichtagsbezogene Anstieg noch nicht abgerechneter unfertiger Leistungen mit -1,24 Mio. € wesentlich aus.

Der Cashflow aus Investitionstätigkeit beträgt zum Bilanzstichtag -1,07 Mio. €. Damit erzielte die Gesellschaft einen freien Cashflow in Höhe von 0,75 Mio. €, der sich gegenüber dem Vergleichszeitraum des Vorjahres um 0,33 Mio. € steigerte (GJ 07: 0,41 Mio. €). Aus Finanzierungstätigkeit erzielte die USU Software AG einen Cashflow in Höhe von -1,97 Mio. €. Dieser war maßgeblich von der Dividendenzahlung in Höhe von -1,54 Mio. € beeinflusst.

**Cashflow deutlich
positiv**

Prognose und Modellannahmen

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 konnte die USU Software AG auch im Umfeld einer konjunkturellen Abschwächung ein profitables Geschäft aufweisen. Dabei war das zweite und dritte Quartal des abgelaufenen Geschäftsjahres sowohl durch ein großes Festpreisprojekt, aber auch durch die Steuernachzahlung negativ beeinflusst, so dass ohne diese Sondereffekte ein deutlich besseres Ergebnis erzielt worden wäre.

Für das laufende Geschäftsjahr 2009 erwarten wir nicht zuletzt aufgrund der globalen Investitionsschwäche eine abnehmende Dynamik beim Umsatzwachstum, das jedoch immer noch über dem allgemeinen Marktwachstum der IT-Branche liegen sollte. Prognosen des Bundesverbandes Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) erwarten für das laufende Jahr eine stabile Entwicklung des ITK-Marktes mit einem prognostizierten Wachstum in Höhe von 1,5 %. Besonders die für die USU Software AG relevanten Teilmärkte Software und IT-Services sollen mit einem überproportionalen Wachstum von 2,0 % bzw. 3,7 % aufwarten. Das Nachfrageverhalten auf europäischer Ebene soll sich für die Geschäftsentwicklung der USU Software AG mit einem von der EITO für 2009 prognostizierten Wachstum in Höhe von 2,0 % ebenfalls positiv auswirken.

Die forcierte Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft soll dieser weltweit stabilen Nachfrageentwicklung gerecht werden. In diesem Zusammenhang wurde das Vertriebsteam der Tochtergesellschaft USU AG durch den neuen, international erfahrenen Vorstand für Global Sales, Sven Wilms, verstärkt. Zudem wurde mit der Gründung einer eigenen Landesgesellschaft in Österreich, der USU Austria GmbH, die Intensivierung des Auslandsgeschäftes vorangetrieben und gleichzeitig der Grundstein für eine Ausweitung des regionalen Fokus auf Osteuropa gelegt. Weiterhin rechnen wir mittelfristig auch mit Umsatz- und Ergebnisbeiträgen aus dem weltweit größten Markt in den USA sowie aus dem Nahen Osten. Es wurden in diesen Märkten bereits Vertriebspartnerschaften gegründet.

Zudem wirkt sich die gute Auftragslage, mit einem derzeitigen Auftragsbestand in Höhe von 14,18 Mio. € (GJ 07: 12,97 Mio. €) positiv auf unsere Erwartungen aus. Insbesondere aus dem öffentlichen Bereich konnte die USU Software AG jüngst ein international ausgeschriebenes und über mehrere Jahre laufendes Großprojekt mit einem Volumen von bis zu 6 Mio. € vom Bundesamt für Justiz für sich gewinnen. Auch soll sich der Einsatz USU-Spezifischer Wissensdatenbanken für das öffentliche Projekt D115 sowohl im Produktbereich als auch im Servicebereich in 2009 mit einem zusätzlichen hohen sechsstelligen Umsatzbeitrag positiv auswirken. Auch weisen die Produkte der USU Software AG eine geringe Konjunktursensibilität, aufgrund ihres Kosteneinsparcharakters, auf. Die Implementierung von USU-Produkten erfordern von den Kunden zudem freie Kapazitäten, die besonders in dieser Konjunkturphase verstärkt vorhanden sind.

Aufgrund der weiterhin hervorragenden Cashausstattung in Höhe von 9,54 Mio. €, verfügt die USU Software AG über einen hohen Spielraum für weiteres anorganischen Wachstum. Dieses könnte, nicht zuletzt aufgrund der derzeitigen niedrigen Preisniveaus, ohne große finanzielle Anstrengungen die Basis für einen signifikanten Umsatzanstieg liefern. Gemäß einer konservativen Vorgehensweise, haben wir diese Möglichkeit

**Weiteres Wachstum
auch in 2009 möglich**

**Auftragslage stützt
die Prognosen eines
weiteren Wachstums**

Umsatzanstieg in Höhe von 4,0 % (2009e) prognostiziert

unseren Schätzungen nicht mit berücksichtigt.

Auf diesen Annahmen basierend, gehen wir für 2009 von einem Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 4,0 % auf 35,37 Mio. € aus. Unsere ursprünglichen Schätzungen (34,23 Mio. €) wurden vor dem Hintergrund des sehr guten vierten Quartals des Vorjahres und aufgrund der derzeit guten Auftragslage nach oben korrigiert. Der Wegfall der Sonderbelastungen des Jahres 2008 aber auch die Wirksamkeit von Kosteneinsparmaßnahmen sollte im laufenden Geschäftsjahr zu einem Anstieg der Margen führen. Im Rahmen unserer sehr konservativen Schätzungen erwarten wir eine EBITDA-Marge von 8,5 % (3,00 Mio. €) und eine EBIT-Marge von 4,5 % (1,59 Mio. €). Diese Schätzungen berücksichtigen außerdem die geringe Sichtbarkeit der margenträchtigen Lizenzerlöse mit einem möglichen Rückgang der Rohertragsmarge auf 47,5 % (GJ 07: 48,8 %).

Anorganisches Wachstum möglich

Unterm Strich erwarten wir vor dem Hintergrund einer nach wie vor soliden Finanzausstattung des Unternehmens, die weiterhin positive Finanzerträge nach sich ziehen sollte, aber auch aufgrund der niedrigen Steuerquote einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,67 Mio. € oder 0,16 € je Aktie. Damit wurden unsere Prognosen der letzten Studie, die einen Jahresüberschuss von 1,66 Mio. € erwarteten, fast unverändert beibehalten.

Umsatzanstieg in Höhe von 5,0 % (2010e) prognostiziert

Im kommenden Geschäftsjahr 2010 erwarten wir ein Umsatzwachstum in Höhe von 5,0 % und damit Umsatzerlöse in Höhe von 37,10 Mio. €. Ausgehend von einer positiveren Entwicklung der margenstarken Lizenzerlöse erwarten wir eine Rohertragsmarge in Höhe von 48,5 %, die zudem eine allgemeine Entspannung der Ergebnisqualität nach sich ziehen sollte. Dementsprechend prognostizieren wir ein EBITDA von 3,33 Mio. € (EBITDA-Marge: 9,0 %) und ein EBIT von 1,96 Mio. € (EBIT-Marge: 5,3 %).

Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,00 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,143.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,29 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % auf 100 % angehoben haben, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,29 %.

Kapitalkosten von
9,29 % ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	9,29 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	5,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	15,00 %
WACC	9,29 %

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	10,0%	ewige EBITA - Marge	10,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,2%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	8,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	
Umsatz (US)	35,34	37,10	39,14	41,30	43,57	45,96	48,49	51,16	
US Veränderung	4,0%	5,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,05	1,10	1,16	1,22	1,28	1,34	1,41	1,48	
EBITDA	3,00	3,33	3,91	4,13	4,36	4,60	4,85	5,12	
EBITDA-Marge	8,5%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
EBITA	2,61	2,94	3,50	3,72	3,94	4,18	4,43	4,70	
EBITA-Marge	7,4%	7,9%	9,0%	9,0%	9,1%	9,1%	9,1%	9,2%	10,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,34	-0,38	-0,46	-0,48	-0,51	-0,54	-0,58	-0,61	
EBI (NOPLAT)	2,27	2,56	3,05	3,23	3,43	3,64	3,86	4,09	29,8%
Kapitalrendite	6,4%	7,1%	8,3%	8,8%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	9,5%
Working Capital (WC)	2,50	3,00	3,13	3,30	3,49	3,68	3,88	4,09	
WC zu Umsatz	7,1%	8,1%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
Investitionen in WC	-0,78	-0,50	-0,13	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,21	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	33,61	33,67	33,72	33,89	34,06	34,23	34,40	34,57	
AFA auf OAV	-0,39	-0,39	-0,41	-0,41	-0,41	-0,42	-0,42	-0,42	
AFA zu OAV	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Investitionen in OAV	-0,49	-0,45	-0,46	-0,58	-0,58	-0,59	-0,59	-0,59	
Investiertes Kapital	36,11	36,67	36,85	37,19	37,54	37,91	38,28	38,66	
EBITDA	3,00	3,33	3,91	4,13	4,36	4,60	4,85	5,12	
Steuern auf EBITA	-0,34	-0,38	-0,46	-0,48	-0,51	-0,54	-0,58	-0,61	
Investitionen gesamt	-2,14	-0,95	-0,59	-0,75	-0,76	-0,78	-0,79	-0,81	
Investitionen in OAV	-0,49	-0,45	-0,46	-0,58	-0,58	-0,59	-0,59	-0,59	
Investitionen in WC	-0,78	-0,50	-0,13	-0,17	-0,18	-0,19	-0,20	-0,21	
Investitionen in Goodwill	-0,88	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	0,52	2,00	2,87	2,89	3,08	3,28	3,48	3,70	39,67

	GJ 2009e	GJ 2010e
Wert operatives Geschäft	36,04	37,39
Barwert expliziter FCFs	14,74	14,11
Barwert des Continuing Value	21,30	23,28
Nettoschulden (Net debt)	-10,86	-11,64
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	46,91	49,03
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	46,91	49,03
Ausstehende Aktien in Mio.	10,238	10,238
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,58	4,79

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Markttrisikoprämie	5,5%
Beta	1,14
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	0,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	15,0%
WACC	9,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalren- dite	WACC				
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
5,5%	3,70	3,57	3,47	3,38	3,30
7,5%	4,38	4,19	4,02	3,88	3,76
9,5%	5,07	4,81	4,58	4,39	4,22
11,5%	5,76	5,42	5,14	4,89	4,68
13,5%	6,45	6,04	5,70	5,40	5,14

Fazit

Mit den Produkten der USU Software AG haben die Kunden die Möglichkeit die gesamte IT-Abteilung in den Wertschöpfungsprozess einzubinden und damit gleichzeitig eine effiziente Kostenplanung der IT-Assets an ihre Geschäftsanforderungen anzupassen. Einer zunehmenden Informationsflut soll das Unternehmen mit seinen Produkten gerecht werden und gleichzeitig sehen wir hieraus positive Impulse für das Produktgeschäft der USU Software AG. Die Gesellschaft ist derzeit an fünf operativen inländischen und ausländischen Tochtergesellschaften beteiligt. In diesem Zusammenhang ist die Gründung der neuen Landesgesellschaft USU Austria GmbH erwähnenswert, die die Basis für weiteres internationales Wachstum im Österreichischen Markt aber auch in neuen Regionen Osteuropas liefern soll.

Zusätzlich auf den Unternehmenserfolg wirkt sich auch der ITK-Markt aus, der zur Zeit trotz der schwierigen Konjunkturlage in 2008 mit einem Wachstum in Höhe von 3,7 % eine stabile Entwicklung aufweisen kann. Hervorzuheben sind die Wachstumsquoten von 4,2 % sowie 5,7 % in den für die USU Software AG relevanten Teilmärkten Software und IT-Services. Sowohl in Deutschland als auch auf europäischer Ebene gehen Marktforschungsinstitute für 2009 von einer stabilen Entwicklung aus.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2008 konnte die Gesellschaft von dem Marktumfeld profitieren und das anvisierte, über dem Branchenschnitt liegende Umsatzwachstum, realisieren. Insgesamt erzielte USU Software AG Umsatzerlöse in Höhe von 33,98 Mio. € und konnte damit das Vorjahr um 9,4 % übertreffen. Sondereffekte im Zusammenhang mit einem großen Festpreisprojekt aber auch aufgrund einer außerordentlichen Steuerbelastung, minderten das Ergebnis. Dementsprechend erzielte das Unternehmen ein EBITDA in Höhe von 2,29 Mio. € (EBITDA-Marge: 6,7 %) und ein EBIT in Höhe von 0,97 Mio. € (EBIT-Marge: 2,9 %). Im Vorjahr lag noch das EBITDA bei 3,48 Mio. € (EBITDA-Marge: 11,2 %) und das EBIT bei 1,89 Mio. € (EBIT-Marge: 6,1 %). Unterm Strich erzielte die USU Software AG einen Jahresüberschuss in Höhe von 1,29 Mio. € und damit 0,13 € je Aktie. Dennoch kann das Unternehmen aufgrund eines höheren HGB-Ergebnisses in Höhe von 0,35 € je Aktie an seiner Dividendenkontinuität mit einer geplanten Dividende in Höhe von 0,15 € je Aktie festhalten.

Unsere Prognosen für 2009 und 2010 berücksichtigen sowohl das Marktumfeld als auch die derzeit insbesondere aus dem öffentlichen Bereich kommende, gute Auftragslage, und wir haben unsere ursprünglichen Prognosen nach oben hin angepasst. Mit einem Umsatzwachstum von 4,0 % antizipieren wir in 2009 Umsatzerlöse in Höhe von 35,34 Mio. € (vorher: 34,23 Mio. €) erzielen. Für 2010 erwarten wir eine Ausweitung der Umsatzerlöse mit einem Plus von 5,0 % auf 37,10 Mio. €. Aufgrund der Unsicherheit bezüglich der Erwartung im Lizenzgeschäft, prognostizieren wir in 2009 ein EBITDA von 3,00 Mio. € (vorher: 2,50 Mio. €) sowie ein EBIT in Höhe von 1,59 Mio. € (vorher: 1,20 Mio. €). 2010 prognostizieren wir eine Verbesserung der Ergebnisqualität mit einem EBITDA in Höhe von 3,33 Mio. € und einem EBIT in Höhe von 1,96 Mio. €.

Auf Basis der angepassten Prognosen haben wir unsere Bewertungseinschätzung leicht nach oben hin angepasst. Im Rahmen unserer DCF-Analyse haben wir dementsprechend ein 2009er Kursziel von 4,58 € (vorher: 4,46 €) ermittelt und wir stufen die USU Software AG unverändert mit dem Rating KAUFEN ein.

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 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), (7)

§ 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 Interessenskonflikte 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:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), Vorstand

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de