

27.05.2009

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

KAUFEN

Kursziel: 4,58 €

Kurs: 3,12 €
26.05.2009, 15:00 Uhr,
Börse: Xetra

**Letztes Rating
(Kursziel):**
KAUFEN / 4,58 €
31.03.2009

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. 10

Unternehmensprofil:

Branche: Software, IT-Beratung

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

Mitarbeiter: 256 (31.03.2009)

Gründung: 1977

Vorstandsvorsitzender:
Bernhard Oberschmidt

WKN: A0BVU2

ISIN: DE000A0BVU28

Börsenkürzel: OSP2

Anzahl Aktien: 10,02 Mio. Stück

Marktkap.: 31,27 Mio. €

Streubesitz: 28,16 %

52 W Hoch: 3,94 €

52 W Tief: 1,77 €

Durchs. Tagesvolumen : 11.526 €



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 4,8%	0,15 4,8%	0,15 4,8%	0,15 4,8%
Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,69	0,62	0,60	0,57
EV/EBITDA	6,15	9,22	7,03	6,33
EV/EBIT	11,31	21,81	13,26	10,76
KGV	7,07	24,56	19,39	16,33
KBV (EK-Basis zum 31.12.2008)		0,72		

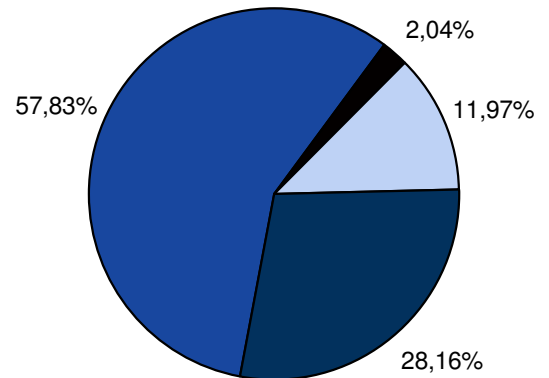
Highlights:

- ITK-Markt in Deutschland und Europa weiterhin stabil
- USU Software AG erzielt in den wesentlichen Segmenten deutliche Umsatzzuwächse
- Ergebnisentwicklung trifft unsere Erwartungen
- Sehr gesunde Bilanzrelationen mit einer EK-Quote von 83,8 % und einer Cashausstattung von 10,98 Mio. € eröffnen die Möglichkeit eines anorganischen Wachstums
- Dividende von 0,15 € je Aktie vorgeschlagen

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Udo Strehl / USPEG / WIZ-Stiftung	57,83 %
Peter Scheufler	11,97 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	2,04 %
Streubesitz	28,16 %



Quelle: USU, 25.05.09

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.

Markt und Marktumfeld

Deutschland weist gemäß aktuell gemeldeter Konjunkturdaten einen Rückgang des Bruttoinlandsproduktes in Höhe von 3,8 % und damit gleichzeitig weiterhin rezessive Tendenzen auf. Dabei bildet dieser Rückgang sowohl einen allgemeinen Investitionsrückgang, als auch den rückläufigen Außenbeitrag der ersten drei Monate des laufenden Geschäftsjahres 2009 ab. Im Vergleich zum ersten Vorjahresquartal fällt der BIP-Rückgang mit 6,7 % noch deutlicher aus.

Die derzeitige Situation des deutschen ITK-Marktes ist besonders vor diesem Hintergrund als stabil zu bezeichnen. Belastungen aufgrund des derzeitigen schwierigen Marktumfeldes können zwar ersehen werden, dennoch ist die Stimmung der IT-Unternehmen laut neuester Untersuchung des Bundesverbandes Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) nach wie vor überwiegend positiv. Im Rahmen des jüngsten BITKOM-Branchenbarometers Q1-2009 gehen demnach insgesamt 67 % der befragten Unternehmen von einer stabilen oder steigenden Branchenentwicklung aus. In den für die USU Software AG relevanten Teilbereiche Software und IT-Services fällt diese Erwartung noch positiver aus. 77% respektive 73 % der befragten Unternehmen gehen hier von stabilen oder steigenden Umsätzen aus.

Prognosen des Branchenverbandes BITKOM rechnen für 2009 mit einem weniger dynamischen Wachstum des deutschen IT-Marktes, das jedoch mit 1,5 % den Vorjahreswert übersteigen dürfte. Auch hier sollen sich die Bereiche IT-Services (3,7 %) und Software (2,0 %) für eine überdurchschnittliche Entwicklung verantwortlich zeigen. Diese Prognosen erwarten insbesondere bei Technologien, die zu Kosteneinsparungen und Produktivitätssteigerungen führen, ebenfalls eine überdurchschnittlich positive Entwicklung. Diese Technologien stellen einen wesentlichen Bestandteil des Produktportfolios der USU Software AG dar. Wir sehen die USU Software AG auf der Produktebene gegenüber dem Wettbewerb als gut aufgestellt und erwarten hiervon einen nachhaltigen Umsatzanstieg.

Umsatzentwicklung - Q1/2008

in Mio. Euro	Q1/2008	Veränderung	Q1/2009
Umsatz	7,35	+ 13,3 %	8,33
<i>davon Umsatz - Produkt</i>	4,56	+14,1 %	5,20
<i>davon Umsatz - Service</i>	2,78	+ 12,1 %	3,12

Die USU Software AG hat im abgelaufenen ersten Quartal 2009 konzernweite Umsatzerlöse in Höhe von 8,33 Mio. € erwirtschaften können und damit die im vierten Quartal des Geschäftsjahres 2008 eingeschlagene positive Entwicklung nochmals unterstrichen. Die Umsätze des Vorjahresquartals in Höhe von 7,35 Mio. € konnten dementsprechend um 13,3 % übertroffen werden.

Primär hierfür zeichnete sich das Lizenzgeschäft der Gesellschaft aus, welches gegenüber dem Vorjahresquartal eine besondere Dynamik aufzeigen konnte. In diesem margenstarken Bereich erzielte die USU Software AG Umsatzerlöse in Höhe von 0,85 Mio. € und konnte den Wert des Vergleichs-

zeitraumes des Vorjahres um 55,8 % anheben (Q1/2008: 0,55 Mio. €). Der Umsatzbeitrag des Wartungsgeschäftes stieg im abgelaufenen Quartal ebenfalls, wenn auch mit einer geringeren Dynamik, auf 1,72 Mio. € an. Gegenüber dem ersten Quartal des Vorjahres, als hier noch Umsatzerlöse in Höhe von 1,59 Mio. € erzielt wurden, kommt dies einem Anstieg in Höhe von 8,5 % gleich und bildet damit gleichzeitig die gute Entwicklung der Auftrags- und Lizenzabschlüsse des Vorjahres ab. Ähnlich gestaltete sich auch der umsatzstärkste Bereich, das Beratungsgeschäft, das mit 5,52 Mio. € einen Anstieg in Höhe von 11,9 % verzeichnen konnte (Q1/2008: 4,93 Mio. €). Die sonstigen Umsatzerlöse reduzierten sich von 0,28 Mio. € (Q1/2008) um 18,8 % auf nun 0,23 Mio. € (Q1/2009).

In der Primärsegmentbetrachtung erzielte die USU Software AG mit dem traditionell margenstarken „Produktgeschäft“, das alle produktbezogenen Umsätze der Gesellschaft darstellt, Umsatzerlöse in Höhe von 5,20 Mio. €, die damit zum Vergleichszeitraum um 14,1 % höher ausfielen (Q1/2008: 4,56 Mio. €). Eben dargestellte Effekte aus einem guten Verlauf des Lizenz- und Wartungsgeschäftes, die zudem zu einem Anstieg der Produktberatungserlöse geführt haben, ermöglichten diese positive Entwicklung. Insgesamt beträgt damit der Anteil des „Produktgeschäftes“ an den konzernweiten Umsatzerlösen 62,4 % (Q1/2008: 62,0 %).

Ähnlich dynamisch präsentierte sich auch das beratungsbezogene „Servicegeschäft“, das mit Umsatzerlösen von insgesamt 3,12 Mio. € gegenüber dem Vorjahresquartal um 12,1 % angehoben werden konnte (Q1/2008: 2,78 Mio. €). Die dem Primärsegment nicht zuzuordnenden Umsätze beliefen sich auf 0,01 Mio. € und damit auf Vorjahresniveau (Q1/2008: 0,01 Mio. €).

Das internationale Geschäft der Gesellschaft konnte im Zuge der globalen Investitionszurückhaltung nicht an das Vorjahr anknüpfen und lieferte dementsprechend einen Umsatzbeitrag in Höhe von 0,51 Mio. € (Q1/2008: 0,70 Mio. €). Hierdurch fiel die Auslandsquote der Umsätze ebenfalls von 9,5 % (Q1/2008) auf 6,1 % (Q1/2009) zurück. Die USU Software AG hat zur Stärkung der Auslandsaktivitäten eine eigene Landesgesellschaft in Österreich gegründet, um somit auch zusätzlich eine nahe Adressierung der osteuropäischen Märkte zu ermöglichen. Weitere positive Effekte können mittelfristig seitens bestehender Partnerschaften in den Benelux-Ländern sowie mit Partnern in Großbritannien generiert werden. Für das kommende Jahr erwartet die Gesellschaft zudem positive Impulse aus den Märkten USA und Saudi Arabien. In diesem Zusammenhang wurde das Vertriebsteam der Tochtergesellschaft USU AG durch den neuen, international erfahrenen Vorstand für Global Sales, Sven Wilms, verstärkt.

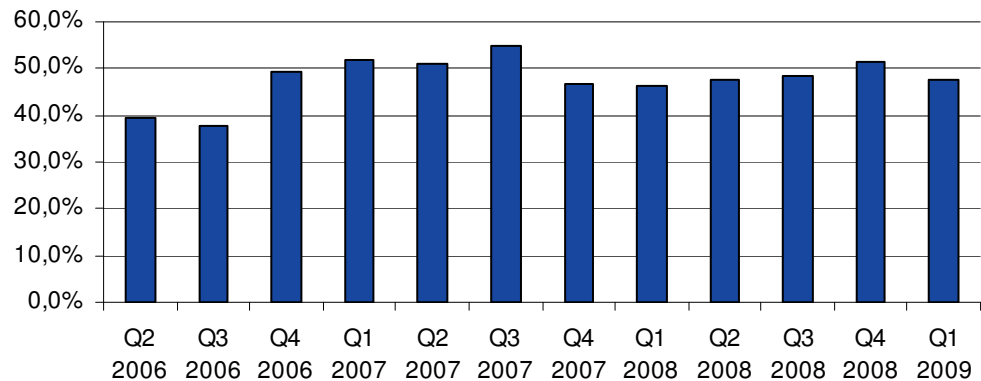
Ergebnisentwicklung - Q1/2009

in Mio. Euro	Q1/2008	Veränderung	Q1/2009
EBITDA	0,28	- 0,7 %	0,28
EBIT	- 0,01	n.a.	0,01
Periodenergebnis	0,04	+ 147,7 %	0,11
EPS in €	0,00	+ 147,7 %	0,01

Das Erzielen margenstarker Umsatzerlöse sowie einer Reduktion der Sachkosten hatte in den abgelaufenen ersten drei Monaten 2009 aufgrund der

damit verbundenen rückläufigen Entwicklung des Herstellkostenanteils einen Anstieg des Rohertrages zur Folge. Insgesamt fielen Herstellkosten des Umsatzes in Höhe von 4,37 Mio. € und damit 11,0 % mehr als im Vorjahr an (Q1/2008: 3,94 Mio. €), dennoch weist die Rohertragsmarge einen deutlichen Anstieg auf 47,5 % (Q1/2008: 46,4 %) auf.

Entwicklung der Rohertragsmarge über die Quartale



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Marketing- und Vertriebsaufwendungen entwickelten sich aufgrund der forcierten Internationalisierung und damit verbundenen zusätzlichen Auslands- und Partneraktivitäten des Unternehmens weiterhin ansteigend. Insgesamt fielen im ersten Quartal 2009 damit 1,57 Mio. € an. Im Vergleich zum Vorjahresquartal Q1 2008, als in diesem Bereich noch 1,23 Mio. € anfielen, kommt dies einem Anstieg in Höhe von 28,0 % gleich.

Proportional zum Umsatzwachstum der USU Software AG entwickelten sich auch die allgemeinen Verwaltungskosten, die mit 0,82 Mio. € um 10,0 % über dem Vorjahresniveau lagen (Q1/2008: 0,74 Mio. €). Ausgaben des Bereiches Forschung- und Entwicklung weisen aufgrund zunehmender Entwicklungsleistungen im Bereich der Produktserie Valuation, ebenfalls einen Anstieg von 1,23 Mio. € (Q1/2008) auf 1,39 Mio. € (Q1/2009) und somit in Höhe von 12,5 % auf. In Summe beläuft sich das sonstige betriebliche Ergebnis der Gesellschaft auf 0,01 Mio. € (Q1/2008: -0,2 Mio. €).

Damit erzielte die USU Software AG im ersten Quartal 2009 ein Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) in Höhe von 0,28 Mio. €, was in etwa auf dem Niveau des Vorjahresquartals (Q1/2008: 0,28 Mio. €) lag. Effekte aus der forcierten Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft aber auch der Ausbau der Beratungsmannschaft sowie der Einsatz zusätzlicher freier Mitarbeiter belasteten die Ergebnismarge des Unternehmens leicht. Nach drei Monaten beträgt die EBITDA-Marge 3,3 % (Q1/2008: 3,8 %).

Erwartungsgemäß rückläufig entwickelten sich die Abschreibungen auf das immaterielle Vermögen sowie auf das Anlagevermögen der Gesellschaft. In Summe fielen Abschreibungen in Höhe von 0,27 Mio. € (Q1/2008: 0,29 Mio. €) an. Demzufolge konnte das negative EBIT des Vergleichs quartals (Q1/2008: -0,01 Mio. €) auf 0,01 Mio. € angehoben werden.

Die nach wie vor sehr hohen Finanzmittelbestände der USU Software AG, die sich zum Stichtag 31.03.2009 auf 10,98 Mio. € beliefen, wirkten sich auf die Entwicklung des Finanzergebnisses positiv aus. Insgesamt erwirtschaftete das Unternehmen in den ersten drei Monaten ein Ergebnis aus Finanz-

mitteln in Höhe von 0,13 Mio. € und damit um 69,2 % mehr als im Vorjahresquartal (Q1/2008: 0,08 Mio. €).

Demnach erwirtschaftete die USU Software AG ein Vorsteuerergebnis (EBT) in Höhe von 0,14 Mio. € (Q1/2008: 0,06 Mio. €), das unterm Strich und unter Berücksichtigung der Steueraufwendungen in Höhe von 0,03 Mio. € zu einem Periodenergebnis in Höhe von 0,11 Mio. € oder 0,01 € je Aktie geführt hat. Gegenüber dem ersten Quartal des Vorjahres, als die Gesellschaft 0,04 Mio. € erzielte, kommt dies einem sehr deutlichen Anstieg in Höhe von 147,7 % gleich.

Bilanzielle Betrachtung zum 31.03.2009

Unverändert solide zeigen sich die bilanziellen Relationen der USU Software AG auch zum 31.03.2009. Mit einer ergebnisbedingten leichten Steigerung des Eigenkapitals auf 46,03 Mio. € (31.12.08: 45,92 Mio. €) verfügt die Gesellschaft über eine sehr solide Eigenkapitalquote in Höhe von 83,8 %. Die im Vergleich zum Geschäftsjahresende 2008 leicht rückläufige Eigenkapitalquote (31.12.2008: 84,8 %) liegt dabei hauptsächlich im Anstieg der Bilanzsumme begründet.

Die wesentlichste Veränderung der Passivseite der Bilanz ist der Anstieg des Passiven Rechnungsabgrenzungspostens von 0,95 Mio. € (31.12.08) auf 4,21 Mio. €. Diese Entwicklung spiegelt die bereits zum Jahresbeginn in Rechnung gestellten Wartungsverträge, für die eine zugehörige Leistungserbringung und damit verbundene Umsatzerlöse in den kommenden Quartalen erfolgen werden. Gleichzeitig gestalteten sich die sonstigen Rückstellungen und Verbindlichkeiten von 2,28 Mio. € (31.12.08) auf aktuelle 0,78 Mio. € rückläufig. Primär hierfür zeichnen sich die im ersten Quartal 2009 erfolgten finalen Earn-Out-Zahlungen für die Tochtergesellschaft Leu-Tek GmbH, in Höhe von 0,78 Mio. €, verantwortlich. Auszahlungen der variablen Gehaltsbestandteile führten ebenfalls zu einer rückläufigen Entwicklung der Verbindlichkeiten aus dem Personalbereich auf 2,34 Mio. € (31.12.08: 3,21 Mio. €).

Während auf der Aktivseite der Bilanz die Summe des langfristigen Anlagevermögens mit 34,85 Mio. € gegenüber dem Geschäftsjahresende 2008 (34,86 Mio. €) nahezu unverändert blieb, verzeichnete das kurzfristige Anlagevermögen einen leichten Anstieg auf 20,06 Mio. € (31.12.08: 19,29 Mio. €). Insgesamt stiegen hier aufgrund der positiven Entwicklung des Cash-flows die liquiden Mittel und Wertpapiere um 15,1% auf 10,98 Mio. € (31.12.08: 9,54 Mio. €) und damit auf 1,10 € je Aktie. Zusammen mit dem Anstieg noch nicht abgerechneter unfertiger Leistungen auf 2,47 Mio. € (31.12.08: 1,82 Mio. €) sowie einer rückläufigen Entwicklung der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, beläuft sich das Umlaufvermögen der USU Software AG zum 31.03.09 auf 20,06 Mio. €. Damit beträgt die Bilanzsumme 54,91 Mio. €.

Fazit

Insgesamt weist der deutsche IT-Markt auch unter den Einflüssen der derzeit schwierigen Konjunkturlage weiterhin eine stabile Entwicklung auf. Demzufolge geht ein Großteil der Unternehmen der hiesigen IT-Branche von stabilen und steigenden Umsätzen aus. Bestätigt wird dies auch durch den Branchenverband BITKOM, der im laufenden Jahr 2009 insbesondere in den für die USU relevanten Teilmärkten IT-Services und Software Steigerungsraten in Höhe von 3,7 % und 2,0 % erwartet.

Entsprechend positiv präsentierte sich die USU Software AG in den ersten drei Monaten des laufenden Geschäftsjahres. Dabei zeigten alle Bereiche der Gesellschaft eine dynamische Entwicklung auf. Umsatzerlöse im Lizenzgeschäft in Höhe von 0,85 Mio. € verzeichneten gegenüber dem Vorjahr einen Anstieg in Höhe von 55,8 %. Diese werden durch den Umsatzbeitrag des Wartungsgeschäftes von 1,72 Mio. € (+8,5 %), Beratungsgeschäftes von 5,22 Mio. € (+ 11,9 %) sowie sonstiger Beiträge in Höhe von 0,23 Mio. € (-18,8 %) komplettiert. In Summe erzielte die Gesellschaft somit Umsatzerlöse in Höhe von 8,33 Mio. €. Diese lagen somit um 13,3 % über dem Niveau des entsprechenden Vergleichszeitraums (Q1/2008: 7,35 Mio. €).

Aufgrund der weitestgehend stabilen Kostenentwicklung, die Einflüssen aus der Forcierung des internationalen Geschäftes, der Ausweitung der Beratungsmannschaft und Mehrausgaben im Forschungsbereich unterlag, weist die Ergebnisentwicklung einen stabilen Verlauf auf. Dementsprechend fiel das EBITDA mit 0,28 Mio. € in etwa auf Vorjahresniveau aus, die EBITDA-Marge gestaltete sich aufgrund der genannten Effekte jedoch auf 3,3 % rückläufig (Q1/2008: 3,8 %). Aufgrund einer gesunkenen Abschreibungsquote steigerte sich hingegen das EBIT von -0,1 Mio. € (Q1/2008) auf 0,01 Mio. € (Q1/2009). Das deutlich positive Finanzergebnis sowie eine leicht reduzierte Steuerquote führten in Summe zu einem Anstieg des Periodenergebnisses auf 0,11 Mio. € (Q1/2008: 0,04 Mio. €).

Das derzeit stabile Marktumfeld für deutsche IT-Unternehmen aber auch die Forcierung der internationalen Aktivitäten sollen in den Geschäftsjahren 2009 und 2010 wichtige Impulse für das weitere operative Wachstum liefern. In diesem Zusammenhang ist der hohe Auftragsbestand der Gesellschaft zu erwähnen, der im Vorjahresvergleich um 7,2 % auf 14,36 Mio. € zunehmen konnte (Q1/2008: 13,39 Mio. €). Hierin abgebildet ist insbesondere die gute Auftragslage aus dem öffentlichen Bereich aber auch eine Reihe von neu gewonnenen Aufträgen seitens mittelständischer Unternehmen. Dementsprechend erwarten wir für 2009 unverändert ein Umsatzwachstum von 4,0 % und antizipieren damit Umsatzerlöse in Höhe von 35,34 Mio. €. Im kommenden Jahr rechnen wir ebenfalls unverändert mit einem Umsatzplus von 5,0 % und damit mit Umsatzerlösen in Höhe von 37,10 Mio. €. Weiterhin behalten wir auch unsere Ergebnisprognosen mit einem EBITDA von 3,00 Mio. € (2009) sowie 3,33 Mio. € (2010) bei. Mögliches anorganisches Wachstum, das für die USU Software AG aufgrund der hervorragenden Finanzmittelausstattung jederzeit möglich wäre, haben wir in unseren Prognosen nicht berücksichtigt.

Wir bestätigen damit unsere Kaufempfehlung für die Aktie der USU Software AG und sehen den fairen Wert auf Basis 2009 unverändert bei 4,58 €. (Zum Bewertungsmodell siehe auch Studie vom 31.03.2009)

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