

17.11.2009

USU Software AG *5

Kursziel: 4,62

aktueller Kurs: 3,36
16.11.2009 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl¹: 10,021

Marketcap³: 33,67
EnterpriseValue³: 22,99
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 31,2 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

*Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business
Mitarbeiter: 267 Stand: 30.9.2009
Gründung: 1977
Firmensitz: Möglingen
Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Quelle: BIS

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 Business Service Management als neuartigen strategischen Ansatz für 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 von USU 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 externer Wissensquellen werden durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009e	31.12.2010e
Umsatz	31,05	33,98	35,34	37,10
EBITDA	3,48	2,29	3,00	3,33
EBIT	1,89	0,97	1,59	1,96
Jahresüberschuss	4,54	1,29	1,66	1,98

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,45	0,13	0,17	0,20
Dividende je Aktie	0,15	0,15	0,15	0,15

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,74	0,68	0,65	0,62
EV/EBITDA	6,61	10,05	7,66	6,90
EV/EBIT	12,16	23,77	14,46	11,73
KGV	7,42	26,02	20,23	17,05
KBV		0,73		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

25.03.2010: Veröffentlichung GJ-Bericht
21.05.2010: Veröffentlichung Q1-Bericht
Juli 2010: Hauptversammlung
19.08.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht
08.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

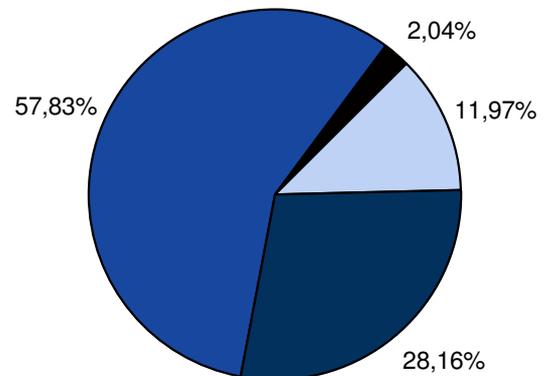
21.9.2009: RS / 4,62 / KAUFEN
9.9.2009: RG / 4,62 / KAUFEN
25.8.2009: RS / 4,62 / KAUFEN
27.5.2009: RS / 4,58 / KAUFEN
31.3.2009: RS / 4,58 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

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



Quelle: USU, 11.11.09

Markt und Marktumfeld

Die aktuellen Zahlen zur deutschen Wirtschaftsentwicklung deuten auf eine Bodenbildung und damit auf eine Erholung zum Jahresende hin. Die Stimmungsindikatoren sowie die Entwicklung des BIP profitieren von positiven Impulsen seitens privater und staatlicher Konsumausgaben. Bauinvestitionen, eine Stabilisierung der Industrieproduktion sowie ein Anstieg der Auftragseingänge, unterstützen die Annahme einer Stabilisierung der deutschen Wirtschaft. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist im dritten Quartal 2009 gegenüber dem Vorquartal wieder um 0,7 % angestiegen. Für das Gesamtjahr 2009 wird ein Rückgang des BIP in Höhe von 5,0 % erwartet.

Vor diesem Hintergrund ist der deutsche IT-Markt gleichfalls von Erholungsanzeichen geprägt. In der neusten Publikation des Bundesverbandes Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) wird für das laufende Jahr ein Marktrückgang von 2,5 % erwartet. Im Vergleich dazu prognostiziert die European Information Technology Observatory (EITO) für den europäischen IT-Markt eine Reduktion in Höhe von 2,2 %. Insgesamt weist aber der IT-Markt damit eine im Verhältnis zur deutschen Wirtschaft stabilere Entwicklung auf. Im kommenden Jahr 2010 wird für Deutschland eine Seitwärtsbewegung des IT-Marktes mit einem Wachstum von 0,1 % prognostiziert.

Die für die USU Software AG relevanten Märkte „Software“ und „IT-Services“ zeigen sich im Vergleich dazu deutlich stabiler. Für 2010 wird für diese zwei Teilbereiche ein Wachstum von 0,5 % sowie 2,5 % geschätzt. Diese Prognosen werden auch von den Branchenunternehmen geteilt. Laut neuestem BITKOM-Branchenbarometer Q3-2009 gehen 61 % der Software-Anbieter und 57 % der IT-Service-Anbieter von steigenden oder stabilen Umsätzen aus.

Umsatzentwicklung - Q3/2009

in Mio. Euro	Q3/2008	Veränderung	Q3/2009
Umsatz	8,13	+ 0,1 %	8,15
<i>davon Umsatz - Produkt^{*1}</i>	5,21	+ 4,4 %	5,46
<i>davon Umsatz - Service^{*2}</i>	2,92	- 8,1 %	2,68

^{*1} beinhalten Wartungs-/Lizenz Erlöse und Erlöse aus der Produktberatung

^{*2} beinhalten servicebezogene Beratungserlöse

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die USU Software AG konnte im abgelaufenen dritten Quartal 2009 eine stabile Geschäftsentwicklung aufzeigen. Die Gesellschaft erzielte Umsatzerlöse in Höhe von 8,14 Mio. €, die damit gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert ausgefallen sind (VJ: 8,13 Mio. €).

In der Primärbetrachtung unterscheidet die USU Software AG zwischen den produktbezogenen und den servicebezogenen Umsatzerlösen. Erstere werden durch das traditionell margenstarke „Produktgeschäft“ dargestellt. Dieses konnte im Q3 2009 im Wesentlichen infolge eines starken Wartungsgeschäftes von 5,21 Mio. € (Q3 2008) um 4,4 % auf 5,46 Mio. € anstiegen. Damit erhöhte sich auch der Anteil dieses Segments an den Gesamtumsätzen der Gesellschaft von 64,0 % (Q3 2008) auf 67,0 %.

Mit dem „Servicegeschäft“ und damit mit beratungsbezogenen Umsatzerlösen in Höhe von 2,68 Mio. €, knüpft die USU Software AG nicht an das Niveau des Vorjahres von 2,92 Mio. € an. Projektverschiebungen in das vierte Quartal 2009 aber auch ein zunehmender Preiswettbewerb zeichnen sich für diese Reduktion in Höhe von 8,1 % verantwortlich. Der IT-Servicemarkt war im abgelaufenen Quartal von einer hohen Konkurrenz und damit niedrigen Tagessätzen geprägt. Diese Tatsache bewirkte bei der USU Software AG den Umsatzrückgang von beratungsbezogenen Umsatzerlösen, da margenschwache Aufträge, die vorwiegend mit freien Mitarbeitern bearbeitet werden, nicht angenommen werden mussten. Die nicht diesen Segmenten zuzuordnenden Umsätze beliefen sich auf 0,01 Mio. € (VJ: 0,01 Mio. €).

In der Sekundärbetrachtung der Umsatzerlöse zeigt der Vergleich des Berichtsquartals zum Vorjahr einen Rückgang der Lizenz Erlöse auf. In erster Linie lässt sich dies auf Verschiebungseffekte ins vierte Quartal zurückführen. Der aktuelle Wert von 1,23 Mio. € kommt dabei einem Rückgang in Höhe von 10,8 % gleich (VJ: 1,37 Mio. €). Einen geringeren Umsatzrückgang verzeichnete die USU Software AG mit dem Beratungsgeschäft, das gleichzeitig den größten Umsatzbeitrag liefert. Die im dritten Quartal 2009 erzielten Erlöse in Höhe 4,78 Mio. € liegen um 1,9 % unter dem Vorjahr (VJ: 4,87 Mio. €). Dieser Rückgang war, wie in der Primärbetrachtung zu ersehen, hauptsächlich bei den servicebezogenen Beratungserlösen anzutreffen. Demgegenüber konnte die USU Software AG eine positive Entwicklung der produktbezogenen Beratungserlöse verzeichnen. Das Wartungsgeschäft entwickelte sich mit 1,80 Mio. € und damit einem Anstieg in Höhe von 4,5 % hingegen sehr erfreulich (VJ: 1,72 Mio. €). Mit den sonstigen Umsätzen, die im Wesentlichen Handelsware beinhalten, erwirtschaftete die USU Software AG im Q3 2009 0,35 Mio. € und verdoppelte damit den Wert des Vorjahres (VJ: 0,17 Mio. €).

Im besonderen Fokus der Gesellschaft steht im noch laufenden Geschäftsjahr 2009 die Forcierung der Internationalisierungsstrategie. Für die geplante Ausweitung der ausländischen Umsatzerlöse hat die USU Software AG mit der Gründung einer eigenen Landesgesellschaft in Österreich, der USU Austria GmbH, bereits einen wichtigen Schritt vollzogen. Hiermit soll eine nahe Kundenansprache auch in Osteuropa ermöglicht werden. Flankiert werden die Bemühungen des Unternehmens durch viel versprechende Partnerschaften in den Benelux-Ländern sowie im Nahen Osten. Der Nahe Osten stellt für die USU Software AG eine interessante Region dar, denn in dieser Region sowie auch international hat die Gesellschaft das Alleinstellungsmerkmal des einzigen nicht amerikanischen Players. Sowohl die Fakturierung in Euro als auch geopolitische Gründe sollten der Gesellschaft im Nahen Osten eine positive Basis liefern. Bei einem von der USU Software AG durchgeführten Konferenztermin vor Ort konnten bereits über 100 Interessenten direkt angesprochen werden.

Im Q3 2009 beliefen sich die ausländischen Umsätze auf 0,53 Mio. € und weisen damit im Verhältnis zu den Gesamtumsätzen einen Auslandsanteil von 6,5 %. Die entsprechenden Werte des Vorjahres lagen bei 0,41 Mio. € respektive 5,1 %. Damit zusammenhängend erwartet die Gesellschaft eine Verdoppelung des aktuellen Auslandsanteils. Die Wachstumsbeiträge sollen Partnerumsätze aus dem besonders margenstarken Lizenz- und Wartungsgeschäft beinhalten.

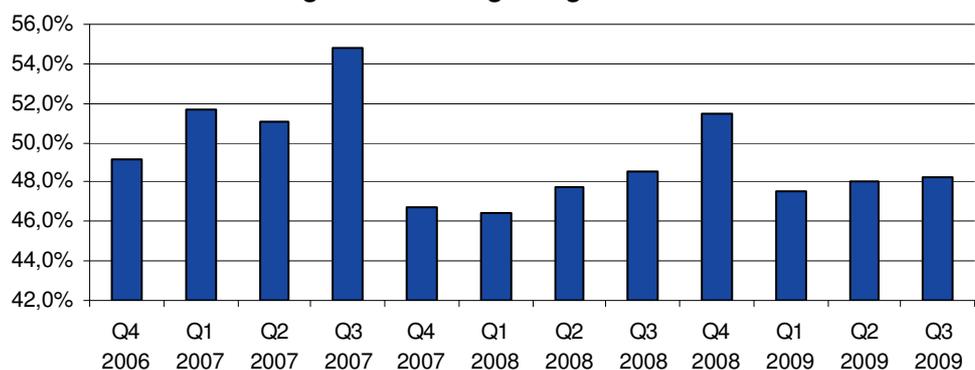
Ergebnisentwicklung - Q3/2009

in Mio. Euro	Q3/2008	Veränderung	Q3/2009
EBITDA	0,17	+ 223,7 %	0,55
EBIT	-0,13	n.a.	0,27
Periodenergebnis	0,11	+ 143,7 %	0,27
EPS in €	0,01	+ 143,7 %	0,03

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Analog zum Aufbau der Beratungsmannschaft stiegen die Herstellkosten des Umsatzes von 4,19 Mio. € (Q3 2008) um 0,7 % auf 4,21 Mio. € leicht an. Damit verbunden ist zwar eine leichte Reduktion des Rohertrages, der im dritten Quartal 2009 mit 3,93 Mio. € um 0,5 % unter dem Vorjahresniveau fiel. Die USU Software AG kann aber dennoch eine hohe Rohertragsmarge von 48,3 % (VJ: 48,6 %) ausweisen.

Entwicklung der Rohertragsmarge über die Quartale



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Marketing- und Vertriebsaufwendungen entwickelten sich im abgeschlossenen dritten Quartal 2009 von -1,47 Mio. € (Q3 2008) auf -1,39 Mio. € leicht rückläufig. Diese im Vergleich zum Vorjahr um 5,0 % niedrigeren Aufwendungen liegen im Kosteneinspargedanken der USU Software AG begründet. In diesem Zusammenhang konnten durch die Forcierung von Onlinemarketing die Kosten für herkömmliche Messeauftritte zum Teil eingespart werden. Die auf den Umsatz bezogene Kostenquote senkte sich entsprechend von 18,0 % (Q3 2008) auf 17,1 % (Q3 2009).

Die schlanke und effiziente Verwaltungsorganisation der USU Software AG ermöglichte ebenfalls den Ausweis gesunkener allgemeiner Verwaltungsaufwendungen. Diese fielen von -0,72 Mio. € um 5,3 % auf -0,68 Mio. €.

Die USU Software AG ist nach wie vor um die Weiterentwicklung der bestehenden Produktpalette bestrebt. In diesem Zusammenhang erwähnenswert ist das im dritten Quartal 2009 erfolgte Valuation Release 3.6, zugleich wurde innerhalb der Produktsuite USU KnowledgeCenter eine Performance Optimierung umgesetzt. Im Betrachtungszeitraum stiegen die Forschungs- und Entwicklungskosten somit plangemäß um 2,7 % auf -1,37 Mio. € an (VJ: -1,33 Mio.).

Das kumulierte sonstige betriebliche Ergebnis der Gesellschaft belief sich im Q3 2009 auf -0,01 Mio. € (VJ: -0,37 Mio. €). Zu berücksichtigen sind hierbei negative Sondereffekte im Vorjahr, die einen Rückzahlungsbetrag an das Finanzamt in Höhe von 0,50 Mio. € enthielten. Die Strategie der Gesellschaft umfasst auch die künftige Weiterentwicklung und Innovation der Produkte und damit sind die Kosten für Forschungs- und Entwicklung einem kontinuierlichen Prozess untergeordnet.

Unter Einbezug der eben dargestellten Kostenpositionen ist die USU Software AG in der Lage, ein EBITDA in Höhe von 0,55 Mio. € und damit eine EBITDA-Marge von 6,7 % auszuweisen. Im Vorjahreszeitraum lagen die entsprechenden Werte bei 0,17 Mio. € respektive 2,1 % deutlich niedriger.

Die kumulierten Abschreibungen auf immaterielles Vermögen sowie auf Sachanlagen beliefen sich im Q3 2009 erwartungsgemäß auf 0,28 Mio. € (VJ: 0,30 Mio. €). In Folge dessen steigerte sich das EBIT von -0,13 Mio. € (Q3 2008) auf 0,28 Mio. € (Q3 2009).

Die USU Software AG verfügt traditionell über einen hohen Finanzmittelbestand, der vom Fehlen jeglicher Bankverbindlichkeiten flankiert wird. Aufgrund dieser Tatsache fiel auch im dritten Quartal 2009 das Finanzergebnis mit 0,21 Mio. € positiv aus. Im Vorjahresquartal erzielte die Gesellschaft aufgrund eines höheren Zinsniveaus ein Finanzergebnis in Höhe von 0,41 Mio. €.

In Summe erwirtschaftete damit die USU Software AG ein Vorsteuerergebnis in Höhe von 0,30 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €). Unter Berücksichtigung des Steueraufwandes in Höhe von -0,03 Mio. € kann das Unternehmen einen Periodenüberschuss in Höhe von 0,28 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €) ausweisen. Damit beläuft sich das Ergebnis je Aktie (EPS) auf 0,03 € (VJ: 0,01 €).

Bilanzielle Betrachtung zum 30.09.2009

Unverändert kann die USU Software AG auf sehr solide Bilanzrelationen aufbauen. In erster Linie wird dabei die Passivseite der USU-Bilanz vom Eigenkapital in Höhe von 45,16 Mio. € dominiert. Bei einer Bilanzsumme von 52,30 Mio. € entspricht dies einer hohen Eigenkapitalquote von 86,4 %. Die Vergleichsbilanz vom 31.12.2008 zeigt einen ähnlich hohen Eigenkapitalausweis. Die entsprechenden Werte zum Jahresende 2008 lagen bei 45,92 Mio. € respektive 84,8 %. Die in der absoluten Betrachtung rückläufige Entwicklung des Eigenkapitals beruht dabei hauptsächlich auf der im zweiten Quartal 2009 erfolgten Dividendenauszahlung in Höhe von 1,50 Mio. €. Zum Anstieg der EK-Quote trug demnach die Reduzierung des Fremdkapitals von 8,88 Mio. € (31.12.2008) auf 7,14 Mio. € (30.09.2009) bei.

Die Passivseite der Bilanz wird von zwei gegenläufigen Effekten beeinflusst. Einerseits reduzierten sich die sonstigen Rückstellungen und Verbindlichkeiten von 2,28 Mio. € (31.12.2008) auf 0,95 Mio. € (30.09.2009). Dies ist hauptsächlich auf die erfolgte Earn-Out-Zahlung für die Tochtergesellschaft LeuTek in Höhe von 0,88 Mio. € zurückzuführen. Andererseits stieg der passive Rechnungsabgrenzungsposten von 0,95 Mio. € (31.12.2008) auf 2,11 Mio. € (30.09.2009). Dieser Posten beinhaltet die bereits vereinnahmten Wartungszahlungen, denen eine Umsatzrealisierung noch folgen wird.

Auf der Aktivseite der Bilanz reduzierte sich das Umlaufvermögen der USU Software AG zum Ende der ersten neun Monate des Jahres 2009 auf 17,87 Mio. € (31.12.2008: 19,29 Mio. €). Die Gesellschaft verzeichnete hier einen Rückgang der liquiden und liquiditätsnahen Mittel von 9,54 Mio. € (31.12.2008) auf 8,10 Mio. € (30.09.2009). Wesentlich zu dieser Entwicklung haben die oben beschriebene Dividendenauszahlung sowie die Earn-Out-Zahlung für LeuTek beigetragen. Zugleich fielen die Forderungen aus Lieferung und Leistungen von 5,38 Mio. € (31.12.2008) auf 4,37 Mio. €. Die noch nicht abgerechneten unfertigen Leistungen weiteten sich hingegen stichtagsbedingt von 1,83 Mio. € (31.12.2008) auf 3,70 Mio. € aus.

Das Anlagevermögen der Gesellschaft weist im Vergleich zur Jahresbilanz 2008 mit 34,43 Mio. € nahezu keine Veränderungen auf. Zum 31.12.2008 belief sich das langfristige Vermögen der USU Software AG auf 34,86 Mio. €.

Fazit

Einer erwarteten Bodenbildung der deutschen Wirtschaft folgend, zeigen die Stimmungsindikatoren des deutschen IT-Marktes ein Bild auf, das weiterhin als stabil bezeichnet werden kann. In der neuesten Publikation des Branchenverbandes BITKOM wird für das laufende Jahr 2009 ein Marktrückgang in Höhe von 2,5 % prognostiziert. Im kommenden Jahr 2010 wird eine Seitwärtsbewegung des IT-Marktes mit einem leichten Wachstum in Höhe von 0,1 % erwartet. Als Basis für diese Entwicklung haben sich die für die USU Software AG wichtigen Teilmärkte „Software“ und „IT-Services“ herauskristallisiert. Prognosen des BITKOM erwarten in 2010 für diese Teilmärkte ein überproportionales Wachstum in Höhe von 0,5 % und 2,5 %.

Auch im abgelaufenen dritten Quartal 2009 konnte die USU Software AG von diesem stabilen Markt profitieren. Belegt wird dies von einer konstanten Entwicklung der Umsatzerlöse in Höhe von 8,14 Mio. € (VJ: 8,13 Mio. €). Zugleich reiht sich das Q3 2009 im positiven Trend des gesamten Geschäftsjahres 2009 ein. Die Gesellschaft profitierte besonders von einem starken Produktgeschäft, das infolge gestiegener Wartungserlöse um 4,4 % den Vorjahreswert übertraf.

Auf Basis dieser Umsatzentwicklung konnte die Gesellschaft im Q3 2009 ein deutliches Ergebniswachstum aufzeigen. Das EBITDA konnte zum Vorjahresquartal mit 0,55 Mio. € mehr als verdreifacht werden (VJ: 0,17 Mio. €). Dementsprechend konnte die EBITDA-Marge auf 6,7 % ebenfalls angehoben werden (VJ: 2,1 %). Es muss dabei aber erwähnt werden, dass der Vergleichszeitraum des Vorjahres durch Sondereffekte wie etwa eine außerordentliche Rückzahlung an das Finanzamt negativ beeinflusst war. In Summe erzielte die USU Software AG ein Periodenergebnis in Höhe von 0,27 Mio. € (VJ: 0,11 Mio. €).

Für das letzte Quartal des laufenden Geschäftsjahres erwarten wir weiterhin positive Impulse im Zusammenhang mit der forcierten Internationalisierungsstrategie der USU Software AG. Die ausländischen Vertriebsstrukturen sind sowohl durch die Gründung der Landesgesellschaft in Österreich, als auch durch Partnerschaften in Saudi-Arabien oder in den Benelux-Ländern geschaffen worden. Wir erwarten daher bereits kurzfristig auch aus dem Ausland positive Impulse auf die Umsatzentwicklung der Gesellschaft.

Zugleich steht der Gesellschaft das saisonal stärkste Quartal bevor, das traditionell bedingt durch höhere Kundenbudgets zum Jahresende, die höchsten Umsätze und Ergebnisse liefert. Unter der Annahme eines vierten Quartals, das ähnlich stark ausfallen sollte wie im Vorjahr, erwarten wir auf Gesamtjahresbasis 2009 unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 35,34 Mio. €. Im kommenden Jahr 2010 sollte eine über der IT-Branche liegende Umsatzverbesserung in Höhe von 5,0 % auf 37,10 Mio. € erzielt werden. Weiterhin prognostizieren wir für 2009 ein EBITDA in Höhe von 3,00 Mio. € und erwarten für 2010 ein EBITDA von 3,33 Mio. €.

Auf Grundlage unserer DCF-Bewertung haben wir einen fairen Wert je Aktie auf 2010er Basis in Höhe von 4,62 € ermittelt und damit den fairen Wert aus unserer letzten Researchstudie (Update) vom 25.08.2009 bestätigt. Legt man aktuelle Kursniveaus von 3,36 € zugrunde, so ergibt sich ein Potenzial von 37,5 %. Wir stufen die USU Software AG daher 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)

§ 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