GBC AG
Investment Research

Researchstudie (Update)

Fairer Wert: 4,64 €

Rating: Kaufen

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

Fertigstellung: 28.05.2010 **Erstveröffentlichung: 31.05.2010**

USU Software AG [*5]

Kursziel: 4,64

aktueller Kurs: 3,48
28.5.2010 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl[3]: 10,021

Marketcap[3]: 34,87
EnterpriseValue[3]: 22,06
[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 IV

Unternehmensprofil

Branche: Software

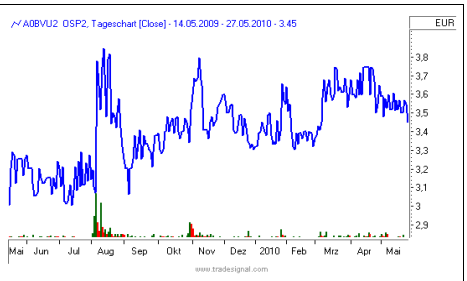
Fokus: Business Service Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 279 Stand: 31.3.2010

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-Infrastruktur 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	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	33,98	34,05	37,20	39,80
EBITDA	2,29	2,55	3,36	3,90
EBIT	0,97	0,45	1,92	2,48
Jahresüberschuss	1,29	1,55	1,98	2,42
Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,13	0,15	0,20	0,24
Dividende je Aktie	0,15	0,15	0,15	0,20
Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,71	0,65	0,59	0,55
EV/EBITDA	10,57	8,67	6,57	5,66
EV/EBIT	25,02	48,70	11,51	8,91
KGV	26,95	22,56	17,59	14,39
KBV		0,76		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
15.06.2010: Hauptversammlung
19.08.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht
22.11.2010: Deutsches Eigenkapitalforum
18.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht
08.12.2010: X. MKK

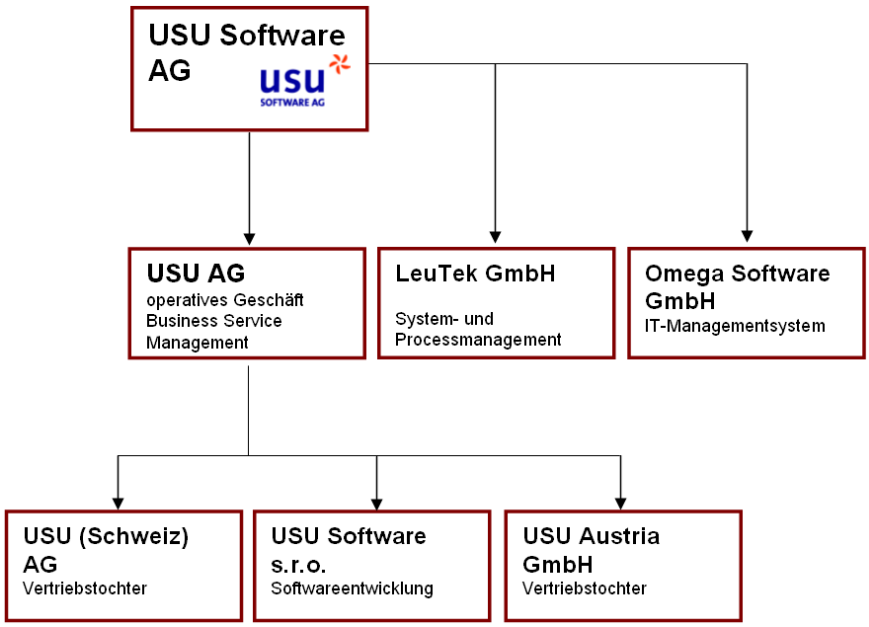
**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
20.4.2010: RG / 4,64 / KAUFEN
31.3.2010: RS / 4,64 / KAUFEN
17.11.2009: RS / 4,62 / KAUFEN
6.11.2009: RG / 4,62 / KAUFEN
21.9.2009: RS / 4,62 / 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

Konsolidierungskreis der USU Software AG

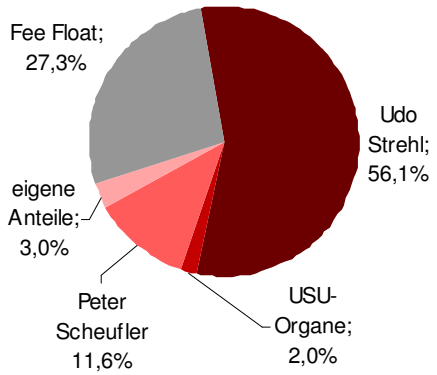


Quelle: USU Software AG; GBC AG

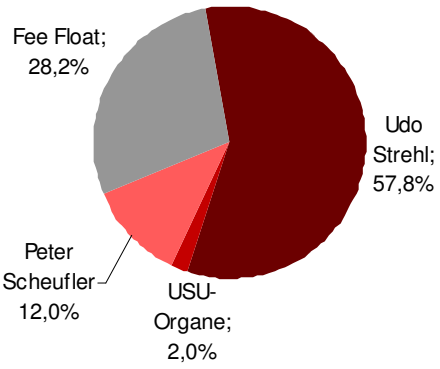
Aktionärsstruktur

Anteilseigner (in %)	zum 31.03.2009	zum 31.03.2010
Udo Strehl/USPEG/WIZ-Stiftung	56,1 %	57,8 %
USU-Organe	2,0 %	2,0 %
Peter Scheuffler	11,6 %	12,0 %
eigene Anteile	3,0 %	-
Summe	**27,3 %**	**28,2 %**

Aktionärsstruktur (31.03.2009)



Aktionärsstruktur (31.03.2010)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Markt und Marktumfeld

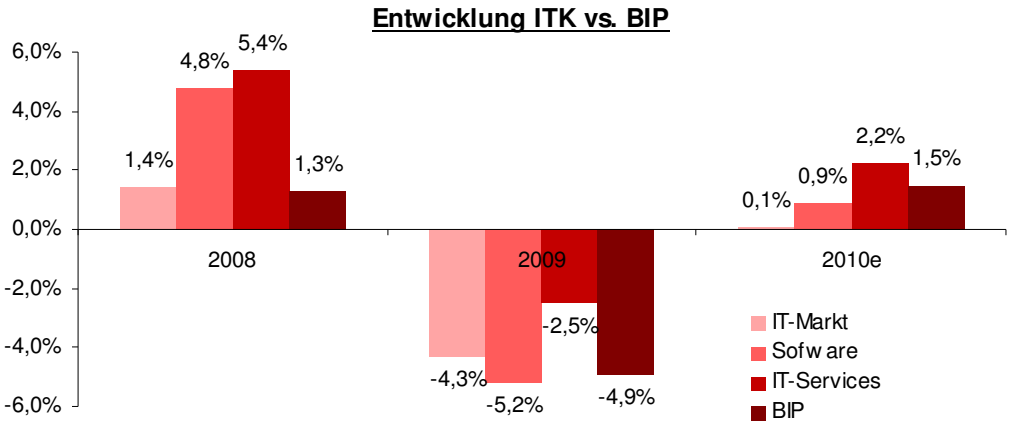
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Im Krisenjahr 2009 verzeichnete Deutschland mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung von -4,9 % den größten Einbruch der Nachkriegsgeschichte. In der unterjährigen Betrachtung kann man im Zuge der staatlichen und privaten Unterstützungsmaßnahmen nach dem sehr schwachen ersten Halbjahr 2009 die ersten Erholungstendenzen erkennen. Der Rückgang des vierten Quartals im Vergleich zum Vorjahr belief sich hier nur noch auf -1,7 %, dies deutete bereits auf eine Bodenbildung der deutschen Wirtschaft hin.

Dieser leichte Aufwärtstrend konnte laut einer aktuellen Mitteilung des statistischen Bundesamtes auch im Jahr 2010 fortgesetzt werden. Gegenüber dem Vorjahresquartal stieg das preisbereinigte BIP um 1,7 % an und zeigt damit gleichzeitig den ersten Anstieg seit Beginn der Krise Ende 2008 auf. Positive Impulse bekam die deutsche Wirtschaft vor allem aus dem produzierenden Gewerbe, den öffentlichen und privaten Dienstleistern sowie aus dem Bereich Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister. Auf Gesamtjahresbasis wird ein Anstieg des BIP in Höhe von zwischen 1,0 % und 2,0 % prognostiziert.

ITK-Markt

Vor diesem Hintergrund musste der ITK-Gesamtmarkt im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 Einbußen beim Marktvolumen von etwa 4,3 % hinnehmen. Zwar konnte der IT-Markt mit dieser Größenordnung eine im Vergleich zur deutschen Wirtschaftsleistung bessere Entwicklung aufzeigen, dennoch kann hier eine Sensitivität des ITK-Gesamtmarktes gut erkannt werden. Überproportional war in diesem Zusammenhang mit -5,2 % der Rückgang des Teilmarktes „Software“, demgegenüber steht aber eine stabilere Entwicklung des für die USU Software AG relevanten Marktes „IT-Services“ (-2,5 %).



Quelle: BITKOM; GBC AG

Laut aktuellen Befragungsergebnissen des BITKOM-Branchenbarometers Q1-2010 erwarten für das Gesamtjahr 2010 rund 80 % der befragten Software- und IT-Service-Anbieter stabile oder steigende Umsätze, im Vorquartal lag dieser Wert noch bei etwa 65 %. Hierdurch werden auch die BITKOM-Prognosen der für die USU Software AG wichtigen Teilmärkte ersichtlich. Für den Software-Bereich wird in 2010 ein Marktwachstum von rund 0,9 % erwartet, der Teilmarkt IT-Services sticht hier mit einen überdurchschnittlichen erwarteten Marktwachstum von 2,2 % hervor.

Ähnliche Tendenzen können auch auf internationaler Ebene beobachtet werden. Auf Grundlage der aktuellen Daten des European Information Technology Observatory (EITO) soll das europäische IT-Marktvolumen nach einem Rückgang in Höhe von 2,0 % (2009) wieder ein Wachstum von 0,2 % aufweisen. Weltweit dürfte das Marktwachstum bei 5,3 % liegen (Quelle: Gartner).

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung Q1 2010 - Projektverschiebungen belasten

in Mio. €	Q1 2009	Δ 2009/2010	Q1 2010
Umsatz	8,33	- 9,5 %	7,54
davon Umsatz - Produkt	5,20	- 3,0 %	5,04
davon Umsatz - Service	3,12	-20,3 %	2,49

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Servicegeschäft rückläufig, Produktgeschäft stabiler

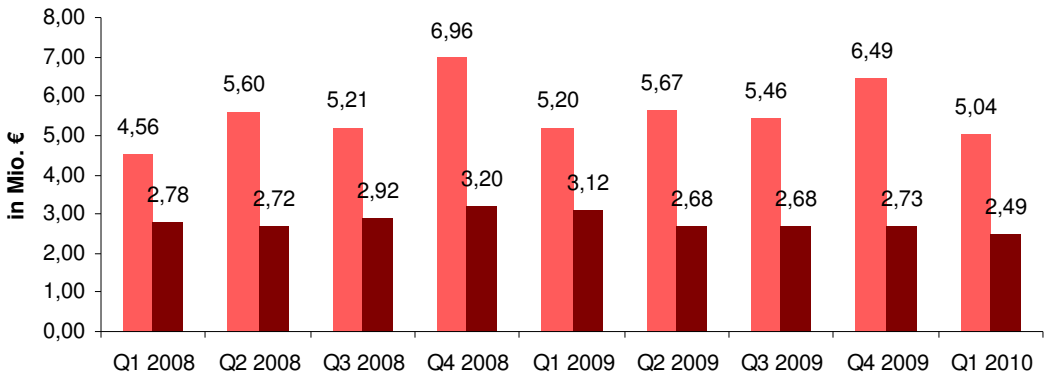
Die Umsatzentwicklung des ersten Quartals 2010 bildet einerseits die Auswirkungen aus einer nach wie vor zurückhaltenden Investitionsbereitschaft der Kunden, andererseits die Tatsache, dass es vermehrt zu Projektverschiebungen kam, ab. Demnach blieben die Umsätze im Q1 2010 mit 7,54 Mio. € um 9,5 % unterhalb des Vorjahresniveaus (Q1 09: 8,33 Mio. €).

In erster Linie resultiert dieser Rückgang aus einer unterproportionalen Entwicklung des beratungsbezogenen „Servicegeschäftes“, welches sich von 3,12 Mio. € (Q1 09) um insgesamt 20,3 % auf 2,49 Mio. € reduzierte. Aufgezeigt wird hiermit hauptsächlich eine rückläufige Entwicklung von Umsatzerlösen aus dem Bereich der freien Mitarbeiter, deren Einsatz im abgelaufenen ersten Quartal 2010 geringer ausfiel. Dies lässt sich auf die Tatsache zurückführen, dass margenschwächere Aufträge, die vorwiegend mit freien Mitarbeitern bearbeitet werden, nicht angenommen werden mussten. Weiterhin wird in diesem Segment die bereits angesprochene geringere Investitionsbereitschaft und eine verzögerte Umsetzung der Projekte erkennbar.

Im Segment „Produktgeschäft“ reduzierten sich die Umsätze nur leicht von 5,20 Mio. € (Q1 09) um 3,0 % auf 5,04 Mio.. Stabilisierend wirkten hier die produktbezogenen Wartungserlöse, welche um 8,0 % auf 1,86 Mio. € zulegten, aus. Tendenziell ist aber auch dieser Geschäftsbereich von Projektverschiebungen in die Folgequartale gekennzeichnet.

Insgesamt weist das erste Quartal 2010 eine traditionell für IT-Unternehmen typische Umsatzschwäche zum Geschäftsjahresbeginn auf. Gut erkennbar wird dies in der folgenden Grafik, gleichzeitig zeigt sie aber auch die Erwartung steigender Umsätze im weiteren Geschäftsjahresverlauf auf. Wichtig für diese Erwartung sind die bereits angesprochenen Projektverschiebungen, welche in den Folgequartalen signifikante Umsatzbeiträge leisten sollten. Untermauert wird dies zudem durch den Anstieg des Auftragsbestandes von 14,36 Mio. € (Q1 09) auf 15,06 Mio. €.

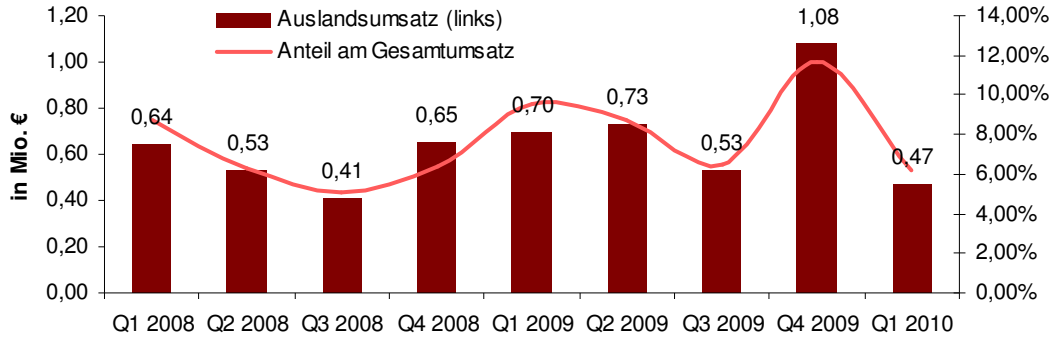
Produkt- und Serviceumsätze (2008-2010)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die eben aufgezeigte Umsatzentwicklung lässt sich auch auf das internationale Geschäft der USU Software AG, welches sich von 0,51 Mio. € (Q1 09) auf 0,47 Mio. € reduzierte, projizieren. Insgesamt trugen damit die internationalen Umsätze mit 6,2 % (Q1 08: 6,1 %) zu den Gesamtumsätzen bei.

Auslandsumsätze 2008-2010



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der weitere Jahresverlauf soll jedoch einen deutlichen Umsatzanstieg aufweisen, zumal die Gesellschaft die internationalen Bestrebungen in den letzten Quartalen forciert hat. Neben dem Engagement von Sven Wilms, einem international erfahrenen Vorstand für Global Sales, wurden neue internationale Vertriebspartnerschaften, mit dem Ziel einer nahen Adressierung Osteuropas, der Benelux-Länder sowie des Nahen Ostens, vereinbart. Die weitere Basis eines steigenden Auslandsanteils wurde zugleich durch erfolgreich durchgeführte Roadshows im Ausland gelegt.

Kosten-/Ergebnisentwicklung - Ergebnisminderung bei reduzierter Kostenbasis

in Mio. €	Q1 2009	Δ 2009/2010	Q1 2010
EBITDA *(Marge)*	0,28 *(3,3 %)*	-47,8 %	0,15 *(1,9 %)*
EBIT *(Marge)*	0,01 *(0,1 %)*	neg.	-0,13 *(neg.)*
Konzernergebnis	0,11	neg.	-0,12
EPS	0,01	neg.	-0,01

Quelle: USU Software AG; GBC AG

In Folge der gesunkenen Umsatzbasis reduzierten sich die Herstellungskosten des Umsatzes von 4,37 Mio. € (Q1 09) um 5,0 % auf 4,15 Mio. €. Aufgrund dieser im Vergleich zu den Umsätzen nur unterproportionalen Reduktion, lag die entsprechende Herstellkostenquote bei 55,1 % (Q1 09: 52,5 %). Hier werden die vom Unternehmen nicht komplett ausgereizten, jedoch bereitgestellten Personalkapazitäten dargestellt. Dementsprechend fiel das Bruttoergebnis von 3,96 Mio. € (Q1 09) um 14,4 % auf 3,39 Mio. €.

Gleichzeitig war die USU Software in der Lage, die Marketing- und Vertriebskosten in den ersten drei Monaten 2010 mit 1,25 Mio. € (Q1 09: 1,57 Mio. €) deutlich zu senken. Trotz der forcierten Auslandsaktivitäten überwiegten in diesem Zusammenhang die Kosteneinspareffekte aus der Nichtteilnahme an der IT-Fachmesse CeBIT. Das Akquirieren von Neukunden sowie die Pflege von Bestandskunden war Ziel der eigenen im Q2 2010 durchgeführten Veranstaltung „USU World 2010“, an der etwa 200 in- und ausländische Kunden teilgenommen haben. Diese Veranstaltung wird das Kostenniveau im Marketing- und Vertriebsbereich anheben, damit dürfte sich im Jahresverlauf wieder eine Normalisierung dieser Kostenposition einstellen.

Die allgemeinen Forschungs– und Entwicklungskosten reduzierten sich vom Vorjahreswert in Höhe von 0,82 Mio. € auf 0,74 Mio. €. Die Konzentration lag hier auf den Entwicklungsaktivitäten der neuen Versionen „Valuemation4“ und „USU KnowledgeCenter5“. Der Vertrieb dieser Versionen und damit ein Beitrag zum erwarteten Umsatz- und Ergebnisanstieg soll dabei in den nächsten beiden Quartalen erfolgen. Ausschlaggebend hierfür ist die Tat-

sache, dass die USU-Produkte die IT-Landschaft der Kunden in die Wertschöpfungskette einbinden und zu Kosteneinsparungen verhelfen.

Insgesamt ist es der USU Software AG damit gelungen, die gesamten operativen Kosten von 8,05 Mio. € (Q1 09) um 8,1 % auf 7,39 Mio. € zu reduzieren, diese konnten jedoch den Umsatzrückgang nicht vollumfänglich auffangen. Dementsprechend rückläufig gestaltete sich das EBITDA, welches im ersten Quartal 2010 mit 0,15 Mio. € um 47,8 % unterhalb des Vorjahreswertes in Höhe von 0,28 Mio. € ausgefallen ist. Unterm Strich liegt das Periodenergebnis bei -0,12 Mio. € (Q1 09: 0,11 Mio. €), dies entspricht einem Ergebnis je Aktie (EPS) in Höhe von -0,01 € (Q1 09: 0,01 €).

Ungeachtet der schwächeren Entwicklung im ersten Quartal 2010 dürfte die USU Software AG auf Gesamtjahresbasis das Ziel eines Umsatz- und Ergebniswachstums erreichen. Hierfür ausschlaggebend ist eine deutliche Verbesserung der Umsatz– und Ertragslage in den nächsten Quartalen. Signalisiert wird diese zum Einen durch den Anstieg des Auftragsbestandes, positive Impulse dürfte die Gesellschaft jedoch auch aus einer Verbesserung des internationalen Geschäftes bekommen. Zugleich erwarten wir einen nennenswerten Beitrag an margenstarken Lizenzerlösen aus der Markteinführung neuer Produktversionen. Vor diesem Hintergrund sehen wir Umsatzerlöse auf Gesamtjahresbasis 2010 in Höhe von 37,20 Mio. € sowie ein dazugehöriges EBITDA in Höhe von 3,36 Mio. € als realistisch an.

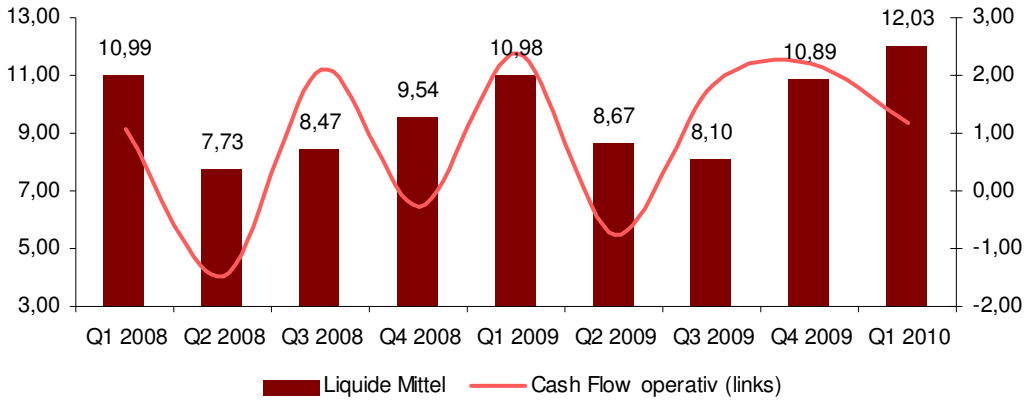
Bilanzielle Situation 31.03.2010 - EK-Quote 83,3 %; Liquide Mittel bei 12,03 Mio. €

Die Bilanz der USU Software AG zeigt sehr solide Relationen auf. Das Eigenkapital in Höhe von 45,78 Mio. € zeigt dabei eine überdurchschnittliche EK-Quote in Höhe von 83,3 % (31.12.2009: 85,7 %) auf. Erwähnenswert ist dabei die Unabhängigkeit der Gesellschaft von Fremdmitteln. Diese wird durch das Fehlen jeglicher Bankverbindlichkeiten aufgezeigt. Weiterhin wird die Passivseite zum Ende des ersten Quartals 2010 durch den Anstieg des passiven Rechnungsabgrenzungsposten von 1,16 Mio. € (31.12.2009) auf 4,56 Mio. € beeinflusst. Diese für die USU Software AG typische Entwicklung resultiert aus der bereits zu Jahresbeginn erfolgten Verrechnung von Wartungsverträgen, die dazugehörigen Leistungen werden von der USU Software AG im Laufe des Geschäftsjahres umsatzwirksam erbracht.

Das langfristige Vermögen der USU Software AG blieb im Vergleich zum Geschäftsjahresende 2009 mit 33,91 Mio. € (31.12.2009: 34,10 Mio. €) nahezu unverändert. Das kurzfristige Vermögen wird nach wie vor von den liquiden Mitteln und kurzfristig veräußerbaren Wertpapieren in Höhe von 12,03 Mio. € (31.12.2009: 10,89 Mio. €) dominiert. Unseres Erachtens stellt diese Größenordnung einen hohen Sicherheitspuffer dar, der zugleich die Möglichkeit eines anorganischen Wachstums offenhält.

Trotz des Ergebnisrückgangs des ersten Quartals 2010 konnte die USU Software AG aufgrund der Reduktion des Working Capital und der dazugehörigen Freisetzung liquider Mittel einen positiven operativen Cashflow von 1,16 Mio. € (Q1 09: 2,37 Mio. €) ausweisen.

Liquide Mittel und operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Fazit

Das derzeit immer noch zu beobachtende zurückhaltende Investitionsverhalten und die hieraus bedingte Verschiebung von Projekten war bei der USU Software AG ein wesentlicher Einflussfaktor auf die Entwicklung des ersten Quartals 2010. Hierdurch bedingt blieben die Umsätze der Gesellschaft mit 7,54 Mio. € um 9,5 % unterhalb des Vorjahresniveaus (Q1 09: 8,33 Mio. €). Insgesamt gelang es dem Unternehmen zwar, die operativen Kosten von 8,05 Mio. € (Q1 09) um 8,1 % auf 7,39 Mio. € zu reduzieren, diese konnten jedoch den Umsatzrückgang nicht vollumfänglich auffangen. Demnach minderte sich das EBITDA von 0,28 Mio. € (Q1 09) auf 0,15 Mio. €.

Als positiv ist die bilanzielle Situation der USU Software AG einzuschätzen. Erwähnenswert ist hierbei die hohe Eigenkapitalquote von 83,3 %. Flankiert wird diese durch das Fehlen jeglicher Bankverbindlichkeiten. Zugleich weist das Unternehmen einen soliden Bestand an liquiden Mitteln und kurzfristig veräußerbaren Wertpapieren in Höhe von 12,03 Mio. € (31.12.2009: 10,89 Mio. €) auf. Neben dem Sicherheitsaspekt eröffnet dies die Möglichkeit der weiteren Forcierung der ausländischen Partneraktivitäten, ein anorganisches Wachstum könnte zudem problemlos umgesetzt werden.

Ausschlaggebend für unsere Prognosen ist ein IT-Marktumfeld, welches vor dem Hintergrund der aktuell schwierigen konjunkturellen Vorgaben eine als verhältnismäßig stabil einzuschätzende Entwicklung aufzeigt. Befragungsergebnisse des Branchenverbandes BITKOM lassen insbesondere bei den für die USU Software AG relevanten Teilmärkten IT-Service und Software eine positive Erwartungshaltung der Marktteilnehmer und hierdurch eine Bodenbildung erkennen. Rund 80 % der in diesem Zusammenhang befragten Software und IT-Service-Anbieter erwarten für das Gesamtjahr 2010 stabile oder steigende Umsätze. Das prognostizierte Marktwachstum für den Software-Bereich liegt bei rund 0,9 %, für das IT-Service-Segment liegt es bei überdurchschnittlichen 2,2 %.

Weiterhin berücksichtigen unsere Prognosen sowohl den aktuell hohen Auftragsbestand von 15,06 Mio. €, als auch die Tatsache, dass die Produkte der Gesellschaft durch die Einbringung in die IT-Landschaft der Kunden letztendlich zu Kosteneinsparungen verhelfen. Dieses Verkaufsargument dürfte speziell beim Vertriebsbeginn der neuen Releases „USU KnowledgeCenter5“ sowie „Valuemation 4“ greifen. Die Implementierung dieser neuen Versionen ist ab dem zweiten respektive dritten Quartal möglich, so dass diese ohnehin umsatzstarken Quartale ein signifikantes operatives Wachstum aufweisen sollten. Hoch einzuschätzen ist zudem die internationale Fokussierung der USU Software AG, belegt wird diese durch den Ausbau der Vertriebspartnerschaften und damit der Möglichkeit einer nahen Adressierung Osteuropas, der Benelux-Länder sowie des Nahen Ostens.

Unverändert unserer Researchstudie (Anno) vom 31.03.2009 prognostizieren wir für 2010 ein Umsatzwachstum in Höhe von 9,3 % auf dann 37,20 Mio. €. Primär dürfte dieses Umsatzwachstum aus dem internationalen margenstarken Geschäft erfolgen so dass damit ein prognostizierter EBITDA-Anstieg in Höhe von 31,8 % auf 3,36 Mio. € einhergeht. Für 2011 belassen wir unsere Prognosen eines Umsatz– und Ergebniswachstums auf 39,80 Mio. € respektive 3,90 Mio. €.

Damit bleibt die Basis unserer DCF-Bewertung unverändert und wir bestätigen die Kaufempfehlung für die Aktie der USU Software AG. Wir haben einen fairen Wert je Aktie auf Basis des Geschäftsjahres 2010 in Höhe von 4,64 € ermittelt, dies entspricht einem Potenzial von 33,3 %. Wir stufen die USU Software AG daher im Rahmen unserer Researchstudie (Update) weiterhin 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 verwandt, 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 Angebotsschreiben 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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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 Wertpapierte oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

(1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.

(3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.

(4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.

5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.

(7) Der zuständige Analyst hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.

(8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.

(9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr**, **Email: lindermayr@gbc-ag.de**.

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

§ 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®

- R E S E A R C H & I N V E S T M E N T A N A L Y S E N -

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