



Researchstudie (Update)



„Weiter auf Erfolgskurs nach Rekordquartal“

Fairer Wert: 6,00 €

Rating: KAUFEN

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

Kaufen

Kursziel: 6,00

aktueller Kurs: 5,36
31.5.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 56,41
EnterpriseValue³: 52,59
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 29,7 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

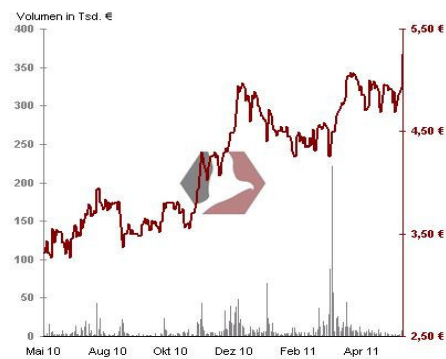
Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

USU Software AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business
Mitarbeiter: 306 Stand: 31.3.2011
Gründung: 1977
Firmensitz: Möglingen
Vorstand: Bernhard Oberschmidt



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. 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 Valuation 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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	34,05	38,02	42,59	47,70
EBITDA	2,55	4,61	5,80	6,74
EBIT	0,45	2,58	3,60	4,88
Jahresüberschuss	1,55	2,35	3,15	4,08

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,15	0,23	0,30	0,39
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,25	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,54	1,38	1,23	1,10
EV/EBITDA	20,62	11,41	9,07	7,80
EV/EBIT	116,86	20,38	14,61	10,78
KGV	36,39	24,00	17,91	13,83
KBV		1,16		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
30.06.2011: Hauptversammlung
17.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht
21.11.2011: EK-Forum

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
25.3.2011: RS / 6,00 / KAUFEN
7.12.2010: RS / KAUFEN
7.12.2010: RG / 5,15 / KAUFEN
1.12.2010: RS / 5,15 / KAUFEN
26.8.2010: RS / 5,15 / KAUFEN

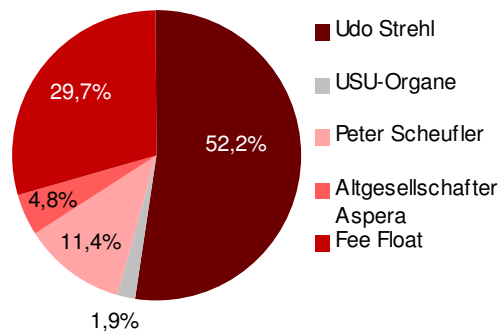
RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter
www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG,
Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur zum 30.05.2011

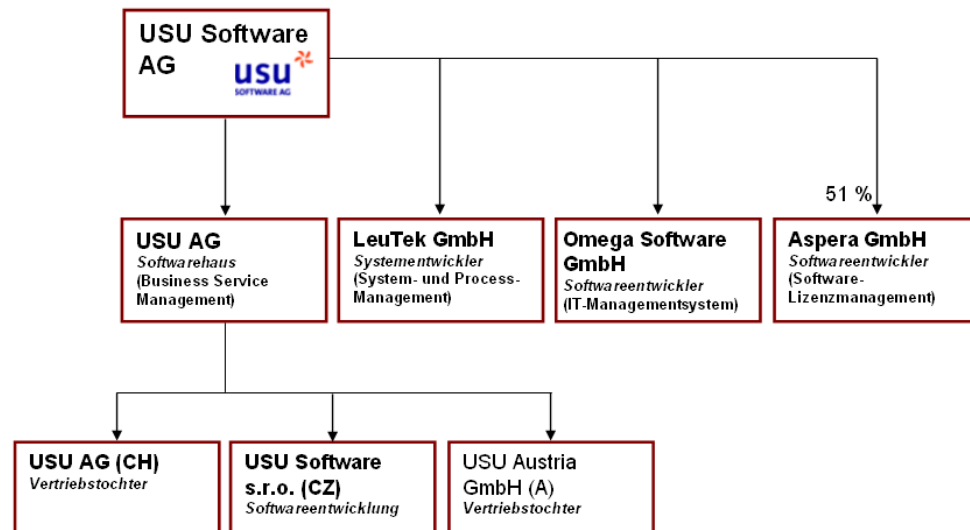
Anteilseigner (in %)	zum 31.03.2010	zum 30.05.2011
Udo Strehl/USPEG/WIZ-Stiftung	57,8 %	52,2 %
USU-Organen	2,0 %	1,9 %
Peter Scheuffler	12,0 %	11,4 %
Altgesellschafter Aspera	-	4,8 %
Streubesitz	28,2 %	29,7 %

Aktionärsstruktur zum 30.05.2011



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Konsolidierungskreis der USU Software AG zum 31.03.2011



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die USU Software AG ist als Konzernobergesellschaft derzeit an sieben inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt. Zum 01. Juli 2010 ist die Aspera GmbH, ein Spezialist für Lizenzmanagement, mit einer Beteiligungsquote von 51 % neu hinzugekommen. Die restlichen 49 % werden in den kommenden zwei Jahren im Rahmen eines so genannten Earn-Out-Modells sowohl in Bar als auch bis zu 50 % in Aktien bezahlt. Mit den beiden Tochtergesellschaften LeuTek und Omega wurden Ergebnisabführungsverträge geschlossen.

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld - Erwartungen auf dem höchsten Stand seit 2001

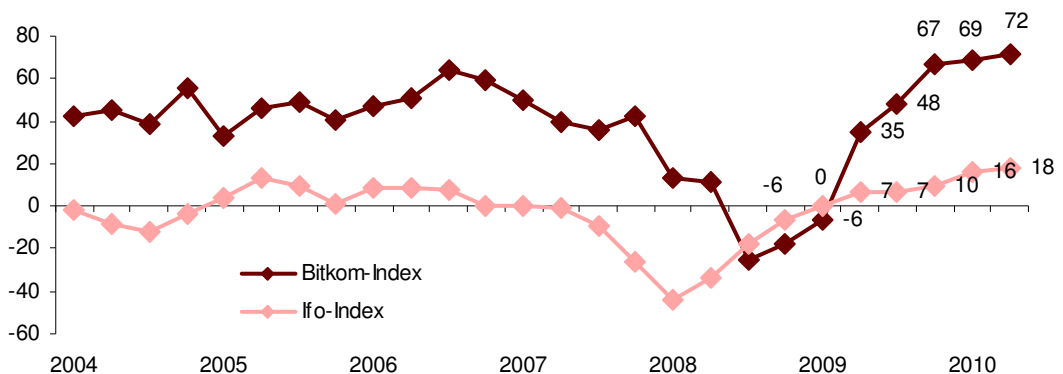
Nachdem die deutsche Wirtschaft im Nachkrisenjahr 2010 von deutlichen Erholungsanzeichen geprägt war und nicht zuletzt aufgrund einer dynamischen Inlands- und Auslandsnachfrage ein signifikantes BIP-Wachstum von +3,6 % verzeichnete, deuten die aktuellen Anzeichen auf eine Fortsetzung der positiven Wirtschaftsentwicklung hin. Gemäß Daten des Statistischen Bundesamtes ist dabei die deutsche Wirtschaft auch ins erste Quartal des laufenden Jahres 2011 schwungvoll gestartet. Insbesondere aufgrund einer unverändert stabilen Binnenwirtschaft, die sowohl durch eine hohe Investitionsbereitschaft als auch hohe Konsumausgaben geprägt war, konnte das BIP preis-, saison- und kalenderbereinigt in den ersten drei Monaten 2011 um +1,5 % gegenüber dem Vorquartal zulegen. Im Vorjahresvergleich weist der Anstieg der Wirtschaftsleistung mit +5,2 % einen neuen Rekordwert auf.

Unterschiedliche Wirtschaftsforschungsinstitute prognostizieren für Deutschland eine Fortsetzung des Wachstumskurses. Für das Jahr 2011 werden dabei Wachstumsraten zwischen +2,2 % und +3,5 % erwartet.

87 % der IT-Unternehmen erwarten Umsatzsteigerungen

Hinsichtlich der künftigen Entwicklung des IT-Marktes sind die aktuellen Erwartungen als sehr optimistisch einzuschätzen. Gemäß BITKOM-Index, der die Erwartungen der IT-Unternehmen abbildet, hat die Stimmung neue Rekordwerte erreicht. Im ersten Quartal 2011 ist der BITKOM-Index auf 72 Punkte angestiegen und damit auf den höchsten Wert seit Einführung des Barometers im Jahr 2001. Rund 87 % der ITK-Unternehmen erwarten für das Jahr 2011 ein Umsatzplus, lediglich 13 % gehen von stabilen oder rückläufigen Umsätzen aus.

Bitkom vs. Ifo-Konjunkturtest



Quelle: BITKOM

Somit wird in der IT-Branche erneut die im Vergleich zu den Erwartungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (dargestellt durch den Ifo-Konjunkturtest) bessere Stimmungslage ersichtlich. Hieraus ableitend prognostiziert der Branchenverband BITKOM für das Jahr 2011 ein Gesamtmarktwachstum von 2,0 %. Die für die USU Software AG wichtigen Teilmärkte Software und IT-Services sollen hierzu gemäß BITKOM-Erwartungen mit einem Wachstum von 3,5 % respektive 1,7 % beitragen. Für 2012 wird für diese Teilsegmente ein Wachstum von 4,5 % (Software) und 3,5 % (IT-Services) bei einem gleichbleibenden gesamten IT-Marktwachstum von 2,0 % erwartet.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung Q1 2011 - Fortsetzung der dynamischen Geschäftsentwicklung

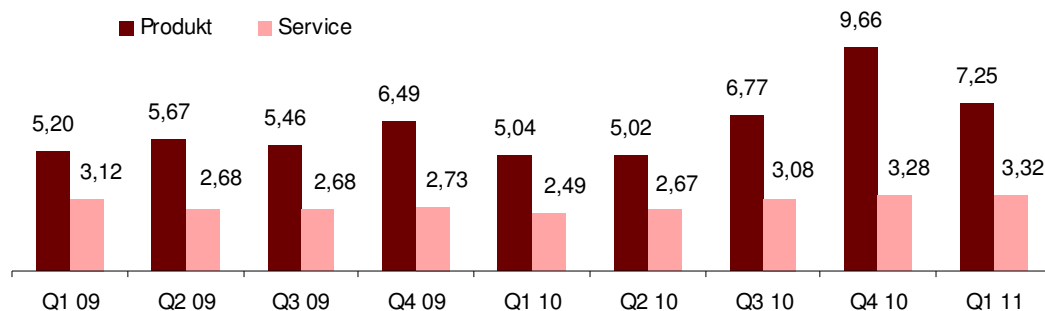
Umsatzentwicklung - Steigerung von +40 %; bestes 1.Quartal der Historie

in Mio. €	Q1 2010	Δ 2010/2011	Q1 2011
Umsatz	7,54	+40,4 %	10,58
davon Umsatz - Produkt	5,04	+43,8 %	7,25
davon Umsatz - Service	2,49	+33,7 %	3,32

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die USU Software AG kann mit Vorlage der Zahlen zum Q1 2011 eine Fortsetzung der dynamischen Geschäftsentwicklung vorweisen. Das abgelaufene Quartal reiht sich dabei nahtlos in das erfolgreiche zweite Halbjahr 2010 ein, welches von einer zunehmenden Investitionsbereitschaft der USU-Kunden geprägt war. Belegt wird dies durch die deutliche Umsatzsteigerung in Höhe von +40,4 % auf 10,58 Mio. € (Q1/10: 7,54 Mio. €). Gleichzeitig konnte damit die Gesellschaft das beste erste Quartal der Unternehmensgeschichte erzielen. Teilt man die Erlöse nach den beiden Geschäftssegmenten „Produkt“ und „Service“ auf, so wird es sichtbar, dass beide nahezu gleichermaßen zu diesem Erfolg beitragen:

Quartalsumsätze 2008-2011 (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

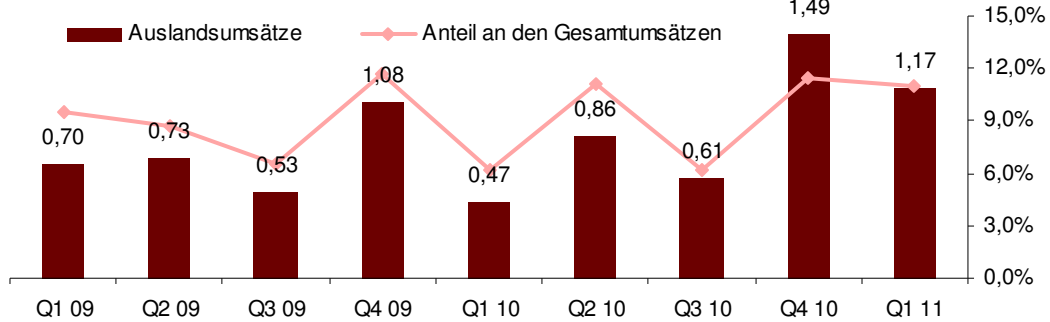
Die Umsätze des Servicesegmentes konnten über die letzten Quartale hinweg kontinuierlich gesteigert werden. Diese Entwicklung resultiert alleine aus dem organischen Wachstum der Gesellschaft. So konnte die USU Software AG in diesem Bereich nicht nur neue Aufträge generieren, darüber hinaus konnten die Tagessätze angehoben werden. Als Folge dessen liegt das aktuelle Umsatzniveau im Servicebereich bei 3,32 Mio. € und damit um +33,7 % über dem Vorjahreswert von 2,49 Mio. €.

Auch die Umsätze des Produktsegmentes belegen die außerordentlich gute Geschäftsentwicklung der Gesellschaft. Die USU Software AG erzielte in diesem Bereich ebenfalls das beste erste Quartal der Unternehmensgeschichte. Die Entwicklung der Erlöse in diesem Geschäftsbereich lässt sich dabei sowohl auf organische als auch anorganische Effekte zurückführen. Die im Juli erworbene Aspera GmbH, welche als Lizenzanbieter komplett dem Produktbereich zugeordnet ist, entwickelte sich gemäß Unternehmensaussagen sehr zufriedenstellend und erwartungsgemäß positiv. Es ist ein erklärtes Ziel der USU Software AG die Aspera-Umsätze (ausgehend vom GJ 09/10) innerhalb der nächsten drei Jahre zu verdoppeln. Im GJ 09/10 lagen die Umsatzniveaus der Aspera bei ca. 4,00 Mio. €. Diese sollten bis zum GJ 12/13 dann auf ca. 8,00 Mio. € gesteigert werden. Gemäß Unternehmensaussagen dürfte dieses Ziel gut zu erreichen sein.

Parallel hierzu wirkten sich sowohl die erfolgreiche Markteinführung der Produktsuiten USU KnowledgeCenter 5.1 und Valuation 4.1 als auch die erhöhte Investitionsbereitschaft der USU-Kunden positiv auf das Produktsegment aus. Die neue Produktversion konnte im Bereich der Funktionalität verbessert werden und stößt insbesondere in der wachstumsstarken Call-Center-Branche auf reges Interesse. In Summe erhöhten sich die Produktsätze der Gesellschaft deutlich von 5,04 Mio. € (Q1/10) um +43,8 % auf 7,25 Mio. €.

Ebenfalls in der erfolgreichen Entwicklung des Produktsegmentes finden sich die internationalen Umsätze der USU Software AG, welche nahezu vollständig diesem Geschäftsbereich zugeordnet werden. Mit 1,17 Mio. € und damit einem Anteil an den Gesamterlösen von 11,0 % konnte die Gesellschaft den Vorjahreswert von 0,47 Mio. € (Anteil: 6,2 %) deutlich übertreffen. Mit einer weiteren geplanten Ausweitung des internationalen Partnergeschäftes sollen die internationalen Umsätze gemäß Unternehmensplanungen auf einen Umsatzanteil von 15,0 % gesteigert werden. Nach wie vor sind die wichtigsten Expansionsmärkte für die USU Software AG die Regionen West- und Osteuropa, der arabische Raum, sowie die USA.

Auslandsumsätze 2008-2011 (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

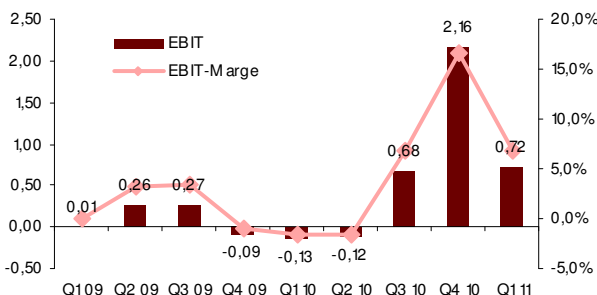
Kosten-/Ergebnisentwicklung - Ergebnisanstieg durch hohe Skalierbarkeit

in Mio. €	Q1 2010	Δ 2010/2011	Q1 2011
EBITDA (Marge)	0,15 (1,9 %)	+736,6%	1,21 (11,5 %)
EBIT (Marge)	-0,13 (neg.)	k.A.	0,72 (6,8 %)
Konzernergebnis	-0,12	k.A.	0,40
EPS	-0,01	k.A.	0,04

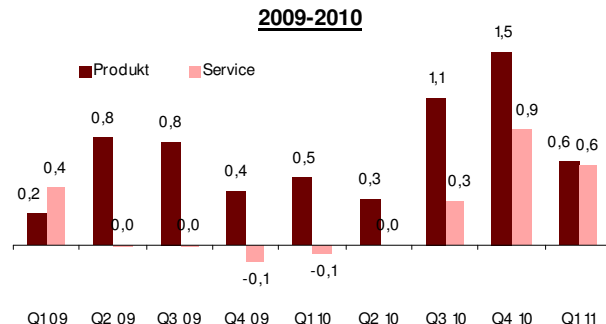
Quelle: USU Software AG; GBC AG

In den aktuellen Umsatzregionen kommen bei der USU Software AG hohe Skalierungseffekte zum Tragen. Zwar erhöhten sich die operativen Kosten von 7,39 Mio. € (Q1/10) um 26,8 % auf 9,37 Mio. € (Q1/11), die auf den Umsatz bezogene Kostenquote reduzierte sich jedoch erheblich auf 88,5 % (Q1/10: 98,1 %). Eine operative Kostenquote unterhalb von 90,0 % ist für ein erstes Quartal, welches traditionell relativ umsatzschwach ist, ungewöhnlich niedrig und die USU Software AG konnte auch hier einen neuen Rekordwert aufstellen.

EBIT 2009-2011



EBIT-Beiträge der Produktgruppen 2009-2010



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Infolge dessen konnten die Ergebnisse sowohl auf EBITDA-Basis als auch auf EBIT-Basis signifikant gesteigert werden. Das EBITDA von 1,21 Mio. € (EBITDA-Marge: 11,5 %) konnte gegenüber dem Vorjahr mehr als verachtstacht werden. Analog hierzu erhöhte sich das EBIT von -0,13 Mio. € (Q1/10) ebenfalls deutlich auf 0,72 Mio. € (Q1/11).

In der Ergebnisaufteilung (auf EBIT-Basis) nach Geschäftssegmenten wird es gut ersichtlich, dass beide Geschäftsbereiche mit 0,63 Mio. € (Produkt) und 0,61 Mio. € (Service) einen nahezu gleichen Ergebnisbeitrag leisteten. Aufgrund der höheren Umsatzniveaus im Produktbereich lag hier die dazugehörige EBIT-Marge in Q1 2011 bei 8,7 % (Q1/10: 10,2 %). Diese fiel damit zunächst zwar deutlich unterhalb der EBIT-Marge des Servicegeschäftes aus, welche bei 18,3 % (Q1/10: -2,5 %) lag. Diese Diskrepanz lässt sich aber in erster Linie durch die Abschreibungen auf immaterielle Werte erklären, welche im Zusammenhang mit dem Aspera-Erwerb mit -0,39 Mio. € alleine dem Produktsegment zugerechnet wurden.

Unterm Strich erzielte die USU Software AG im ersten Quartal 2011 ein Nachsteuerergebnis von 0,40 Mio. € (Q1/10: -0,12 Mio. €). Dieses reflektiert dabei sowohl die geringen Finanzaufwendungen (USU verfügt über keinerlei Bankverbindlichkeiten) in Höhe von -0,06 Mio. € (Q1/10: +0,01 Mio. €) als auch Steueraufwendungen in Höhe von -0,26 Mio. € (Q1/11: 0,0 Mio. €). Die aktuelle Steuerquote von 39,5 % (Q1/11: 0,0 %) ist als Folge der positiven Geschäftsentwicklung der neu erworbenen Tochtergesellschaft Aspera GmbH, deren Ergebnisse voll versteuert werden, zu verstehen.

Bilanzielle Situation 31.03.2011 - Schwäbische Solidität

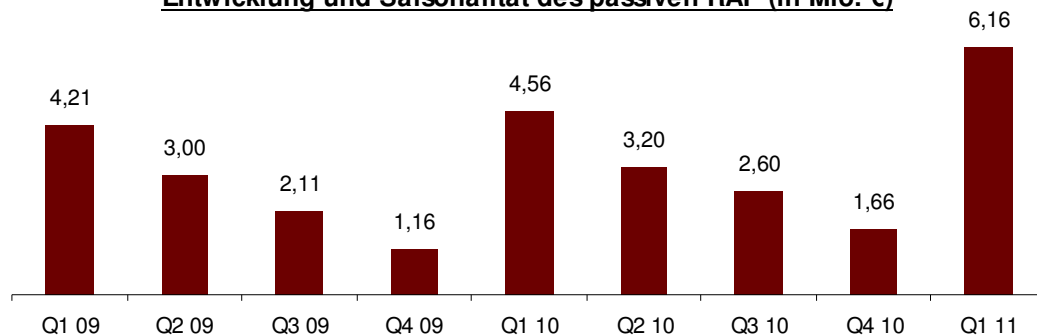
in Mio. €	31.12.2010	31.03.2011
Eigenkapital (EK-Quote)	48,49 (72,5 %)	48,89 (69,1 %)
Operatives Anlagevermögen	42,61	42,23
Working Capital	2,06	-1,48
Liquide Mittel	11,06	15,73

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das Bilanzbild der USU Software AG ist weiterhin als sehr solide zu bezeichnen. Infolge des positiven Periodenergebnisses erhöhte sich dabei das Eigenkapital gegenüber dem Bilanzstichtag 31.12.10 leicht von 48,49 Mio. € auf 48,89 Mio. €. Die dazugehörige Eigenkapitalquote reduzierte sich jedoch infolge einer ausgeweiteten Bilanzsumme leicht von 72,5 % (31.12.10) auf 69,1 %.

Für IT und Softwareunternehmen, welche über wiederkehrende, vertraglich vereinbarte Umsätze verfügen, ist ein Anstieg der Bilanzsumme zum Geschäftsjahresbeginn ein typisches Bild. Diese stellen in der Regel die bereits zum Jahresanfang vereinnahmten Wartungserträge (Umsatzabgrenzung), deren Leistungserbringung im Verlaufe des Jahres erfolgt. Infolge dessen erhöhte sich auch bei der USU Software AG die Bilanzposition „Passiver Rechnungsabgrenzungsposten“ von 1,66 Mio. € (31.12.10) deutlich auf 6,16 Mio. €. Analog hierzu steigerte sich der Bestand an liquiden Mitteln von 11,06 Mio. € (31.12.10) auf 15,73 Mio. €, was schließlich zur angesprochenen Bilanzerweiterung geführt hat.

Entwicklung und Saisonalität des passiven RAP (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Als Folge dieses Vorgangs, welcher eine Minderung des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) bewirkte, steigerte sich der operative Cashflow im ersten Quartal 2011 auf 4,81 Mio. € (Q1/10: 1,16 Mio. €). Da die Gesellschaft in der abgelaufenen Berichtsperiode keine nennenswerten Investitionen getätigt hat, lag der freie Cashflow mit 4,68 Mio. € (Q1/10: -0,58 Mio. €) ebenfalls deutlich im positiven Bereich.

Fazit

Weiter auf Erfolgskurs nach Rekordquartal

Die USU Software AG kann mit Vorlage der Zahlen zum ersten Quartal 2011 eine Fortsetzung der dynamischen Geschäftsentwicklung vorweisen. Das abgelaufene Quartal reiht sich dabei nahtlos in das erfolgreiche zweite Halbjahr 2010 ein, welches von einer zunehmenden Investitionsbereitschaft der USU-Kunden geprägt war. Im saisonal schwächeren ersten Quartal konnte die Gesellschaft in 2011 neue Rekordwerte erzielen.

Gegenüber der Vorjahresperiode konnte die USU Software AG ein signifikantes Umsatzwachstum von +40,4 % auf 10,58 Mio. € (Q1/10: 7,54 Mio. €) erzielen. Zu diesem außerordentlichen Erfolg trugen beide Geschäftsbereiche „Produkt“ und „Service“ nahezu gleichermaßen bei. Mit einem Umsatzanstieg von +43,8 % zeigte sich das Produktsegment von einer etwas dynamischeren Seite. Hier profitierte die USU Software AG sowohl von den Umsatzanteilen des im Juli 2010 erworbenen Lizenzmanagement-Spezialisten Aspera GmbH, als auch von der erfolgreichen Markteinführung neuer Produktversionen und einer zunehmenden Investitionsbereitschaft der Kunden. Im Servicebereich lagen die Umsatzniveaus um +33,7 % oberhalb der Vorjahreswerte. Die wesentlichen Treiber hierfür waren die Gewinnung neuer Aufträge sowie die Anhebung der Tagessätze.

Auf Grundlage der positiven Umsatzentwicklung kamen bei der USU Software AG hohe Skalierungseffekte zum Tragen und damit erzielte die Gesellschaft eine überproportionale Ergebnisentwicklung. Auf EBITDA-Basis konnte der Vorjahreswert von 0,15 Mio. € auf 1,21 Mio. € gesteigert und damit mehr als verachtfacht werden. Die entsprechende EBITDA-Marge von 11,5 % (Q1/10: 1,9 %) lag ebenfalls auf einem sehr guten Niveau. Eine gute Basis für das weitere Unternehmenswachstum wurde daher bereits frühzeitig gelegt.

Die Grundlage für die künftige Unternehmensentwicklung ist unseres Erachtens gegenüber der letzten Researchstudie (Anno) vom 25.03.2011 unverändert positiv. So sollen in erster Linie auf Produktebene die Weiterentwicklung von Valuation und KnowledgeCenter mit der bereits erfolgten Veröffentlichung der neuen Versionen positive Impulse für das künftige operative Wachstum liefern. Ein weiterer wichtiger Strategiebaustein der Gesellschaft ist die geplante Verstärkung des internationalen Partnergeschäftes. Im Q1 2011 lag der Anteil der internationalen Umsätze bei 11,0 %. Dieser soll vor allem durch die verstärkte Konzentration auf die Wachstumsmärkte in Osteuropa, USA und dem arabischen Raum auf 15 % angehoben werden. Ein weiterer Impulsgeber für das künftige Unternehmenswachstum wird durch das anorganische Wachstum dargestellt. Gemäß Unternehmensaussagen war die Entwicklung der im Juli 2010 erworbenen Aspera erwartungsgemäß positiv. Das von der USU Software AG erklärte Ziel einer Umsatzverdoppelung innerhalb der nächsten drei Jahren erachten wir als konservativ.

Zugleich plant die USU Software AG die mehrheitliche Übernahme des Schweizer Strategieberatungsunternehmens get IT Services. Sollte dieses Vorhaben erfolgreich umgesetzt werden, so würde eine vertikale Ausweitung des Geschäftsumfangs der USU Software AG stattfinden. Da jedoch diese Akquisition derzeit noch nicht vollzogen ist, haben wir etwaige, hieraus resultierende Umsatz- und Ergebnisbeiträge, noch nicht berücksichtigt.

Unter konservativen Gesichtspunkten haben wir die Prognosen unserer letzten Researchstudie (25.03.2011) zunächst unverändert belassen. Analog zu den Unternehmensplanungen erwarten wir weiterhin für die kommenden zwei Geschäftsjahre 2011 und 2012 auf Umsatzebene Wachstumsraten in Höhe von jeweils 12,0 %. Die prognostizierten Umsätze von 42,59 Mio. € (2011e) und 47,70 Mio. € (2012e) dürften von einem überproportionalen EBITDA-Anstieg in 2011 auf 5,80 Mio. € (EBITDA-Marge: 13,6 %) sowie in 2012 auf 6,74 Mio. € (EBITDA-Marge: 14,1 %) gefolgt werden. Die Ergebnisverbesserung reflektiert dabei die sukzessive Umwandlung der Gesellschaft hin zum Produkthaus. Ergebnismargen von über 15 % sind gemäß Unternehmensaussagen mittelfristig gut erreichbar.

Wir behalten unser bisheriges Kursziel von 6,00 € bei. Auf Grundlage derzeitiger Kursniveaus von 5,36 € ergibt sich somit ein Kurspotenzial von etwa 12 %. Damit bestätigen wir unser bisheriges Rating „KAUFEN“.

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 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. 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[®]
- 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