



Researchstudie (Update)



**„Mit dynamischer Geschäftsentwicklung
auf Rekordkurs“**

Kursziel: 6,15 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

Kaufen
Kursziel: 6,15

 aktueller Kurs: 4,09
 17.11.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

 ISIN: DE000A0BVU28
 WKN: A0BVU2
 Börsenkürzel: OSP2
 Aktienanzahl³: 10,524
 Marketcap³: 43,04
 EnterpriseValue³: 39,22
³ in Mio. / in Mio. EUR
 Freefloat: 29,6 %

 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: 313 Stand: 30.9.2011

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 Servicegeschäfts. 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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	34,05	38,02	43,73	48,10
EBITDA	2,55	4,61	6,14	7,23
EBIT	0,45	2,58	3,94	5,24
Jahresüberschuss	1,55	2,35	3,44	4,37

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,15	0,22	0,33	0,41
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,25	0,30

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,15	1,03	0,90	0,82
EV/EBITDA	15,38	8,51	6,39	5,42
EV/EBIT	87,16	15,20	9,95	7,49
KGV	27,77	18,32	12,51	9,85
KBV		0,89		

Finanztermine:
****letztes Research von GBC:**
Datum: Ereignis

 21.11.2011: Deutsches EK-Forum
 21.11.2011: Ivory Club Frankf.

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

 5.9.2011: RG / 6,15 / KAUFEN
 25.8.2011: RS / 6,15 / KAUFEN
 1.6.2011: RS / 6,00 / KAUFEN
 25.3.2011: RS / 6,00 / KAUFEN
 7.12.2010: RS / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

 ** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Haderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

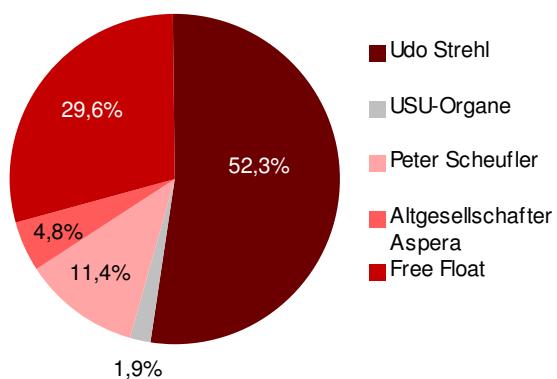
Unternehmen

Aktionärsstruktur zum 15.11.2011

Anteilseigner (in %)	zum 31.12.2010	zum 15.11.2011
Udo Strehl/USPEG/WIZ-Stiftung	52,2 %	52,3 %
USU-Organe	1,9 %	1,9 %
Peter Scheufler	11,4 %	11,4 %
Altgesellschafter Aspera GmbH	4,8 %	4,8 %
Streubesitz	29,7 %	29,6 %

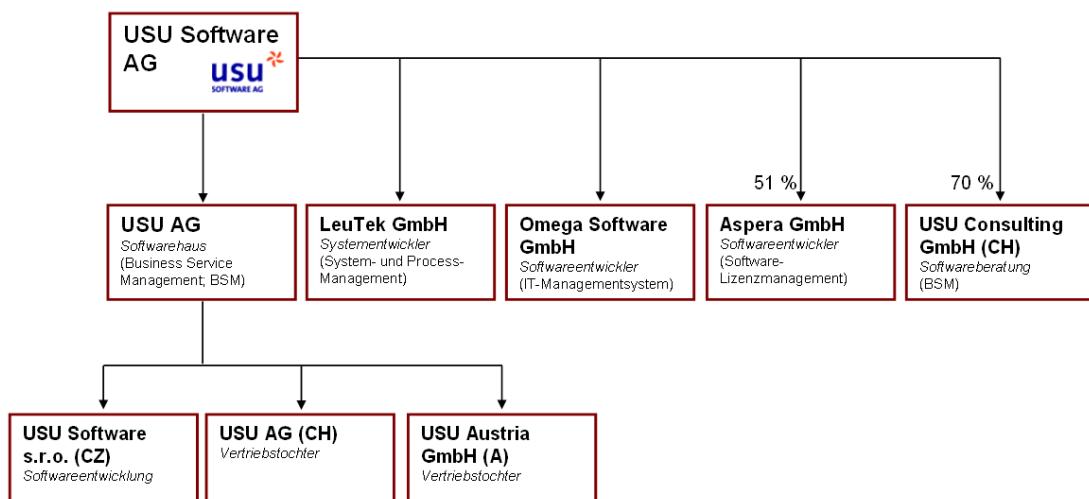
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aktionärsstruktur zum 15.11.2011



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Konsolidierungskreis der USU Software AG zum 30.09.2011



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die USU Software AG ist als Konzernobergesellschaft derzeit an acht inländischen und ausländischen Tochtergesellschaften beteiligt. Zum 01.08.2011 wurden 70 % an der USU Consulting GmbH (ehemals: get IT Services GmbH), zur Ergänzung des Produktpportfolios im Bereich IT Service Management, erworben. Mit dem Erwerb der profitablen Gesellschaft soll die Wertschöpfungskette um das Angebot lösungsübergreifender Beratungs-Services erweitert und gleichzeitig die Position im Schweizer Markt gestärkt werden.

Markt und Marktumfeld

Konjunkturdevelopment D - Wirtschaftswachstum in Deutschland ist intakt

Gemäß der jüngsten Meldung des Statistischen Bundesamtes hinsichtlich der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland sind messbare Belastungen aus der jüngsten Verschärfung der europäischen Schuldenkrise ausgeblieben. Gemessen am BIP (Bruttoinlandsprodukt) konnte demnach die deutsche Wirtschaft im dritten Quartal 2011 preis-, saison- und kalenderbereinigt zum Vorquartal um +0,5 % zulegen. Ein besonderer Treiber dieser Entwicklung war dabei eine stabile Inlandsnachfrage, insbesondere des privaten Konsums. Im Jahresvergleich legte die Wirtschaftsleistung gegenüber dem Vorjahresquartal um +2,5 % zu.

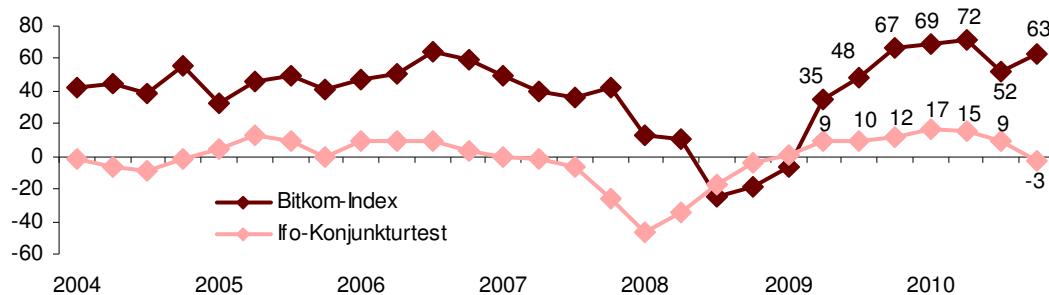
Führende Volkswirte rechnen für die kommenden Quartale, trotz der aktuell stabilen Konjunkturlage, mit einer leichten Eintrübung der Lage. Damit würde das BIP-Wachstum im laufenden Kalenderjahr zwar weiterhin stabil ausfallen, für 2012 rechnen die deutschen Wirtschaftsinstitute und -Verbände mit einem deutlichen Rückgang der BIP-Dynamik. Die aktuellen Prognosen für 2011 bewegen sich hierbei in einer Bandbreite von +2,7 % und 3,2 %. In 2012 liegt die prognostizierte Bandbreite zwischen +0,7 % und 1,3 %.

ITK-Markt D und Europa - Überdurchschnittliche Entwicklung erwartet

Die Ergebnisse der aktuellen Umfrage des IT-Branchenverbandes BITKOM (Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V.), welche im Branchenbarometer Q4 2011 vorgestellt wurden, deuten auf eine stabile Entwicklung der Hightech-Wirtschaft hin. Demnach haben sich die Schuldenkrise in Europa und die Turbulenzen an den Kapitalmärkten bislang noch nicht auf die ITK-Märkte niedergeschlagen.

Der BITKOM-Branchenindex, welcher gegenüber dem Vorquartal um 11 Punkte auf 63 Punkte angestiegen ist, verdeutlicht dabei die Erwartung der befragten Unternehmen, wonach drei Viertel der ITK-Anbieter mit weiter steigenden Umsätzen rechnen. Die bestimmenden Technologien sind dabei Cloud Computing und die steigende Verbreitung leistungsfähiger mobiler Endgeräte. Aber auch die Modernisierung traditioneller Infrastrukturen erweist sich als ein wichtiger Treiber und bedeutsames Zukunftsthema der deutschen ITK-Branche. Gemäß der BITKOM-Konjunkturumfrage rechnen insbesondere Anbieter von Software und IT-Services (82 %) sowie IT-Dienstleister (86 %) mit steigenden Umsätzen.

Bitkom vs. Ifo-Konjunkturtest



Quelle: BITKOM; ifo

Im europäischen IT-Marktumfeld erweist sich Deutschland als Wachstumsmotor. Gemäß Daten des europäischen BITKOM-Pendant EITO (European Information Technology Observatory) würden insbesondere in Ländern wie Großbritannien, Spanien, Griechenland oder Irland die IT-Investitionen infolge der hohen Staatsverschuldung leiden. In der europäischen Union (EU) liegt das prognostizierte Branchenwachstum in 2011 bei +2,9 %. Deutschland kann sich vor dieser Entwicklung mit einem prognostizierten Wachstum von +4,3 % abkoppeln. Insgesamt ist jedoch sowohl die inländische als auch die internationale Entwicklung der IT-Branche als solide und positiv zu werten.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung Q3 2011 - Positive Geschäftsdynamik fortgesetzt

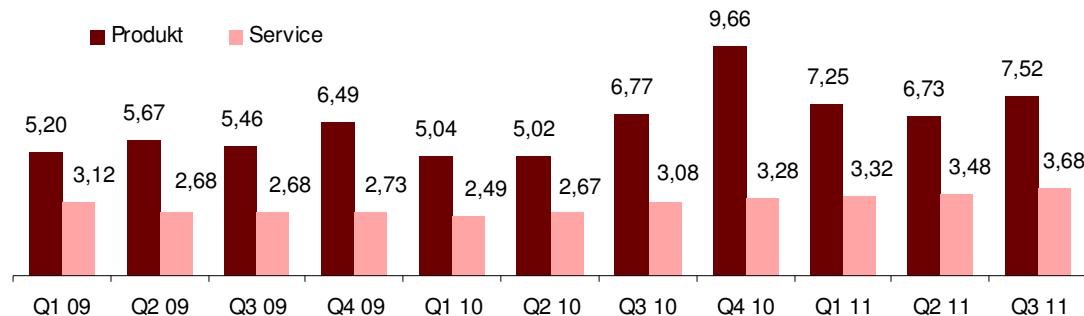
in Mio. €	Q3 2010	Δ 2010/2011	Q3 2011
Umsatz	9,86	+13,7 %	11,21
davon Umsatz - Produkt	6,77	+11,1 %	7,52
davon Umsatz - Service	3,08	+19,3 %	3,68

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Q3 2011 reiht sich in die bisherige positive Entwicklung ein

Die über die letzten Quartale hinweg aufgezeigte positive Geschäftsentwicklung der USU Software AG konnte auch im abgelaufenen Q3 2011 fortgesetzt werden. Auf Quartalsbasis erzielte dabei die Gesellschaft Umsatzerlöse von 11,21 Mio. € und weist somit gegenüber dem Vorjahr eine Wachstumsquote von +13,7 % (Q3/10: 9,86 Mio. €) auf. In der kumulierten 9-Monatsbetrachtung fiel die gegenüber dem Vorjahr aufgezeigte Umsatzdynamik mit +27,6 % auf 32,01 Mio. € (9M/10: 25,09 Mio. €) sogar noch höher aus. In dieser Entwicklung spiegelt sich die stetige Umsatzstärke der ersten drei Quartale wider, welche eine ausgewogene Geschäftsentwicklung auf hohem Niveau aufweisen.

Quartalsumsätze nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

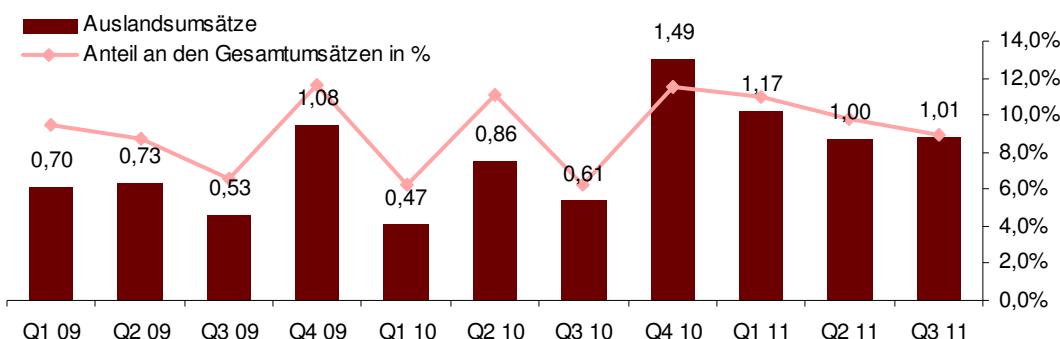
Wie der vorstehenden Grafik zu entnehmen ist, zeigen sich beide Geschäftssegmente „Produkt“ und „Service“ gleichermaßen für die erfolgreiche Geschäftsentwicklung verantwortlich. Die positive Entwicklung der verhältnismäßig marginastarken Produktumsätze, welche im Q3 2011 mit 7,52 Mio. € um +11,1 % oberhalb des Vorjahresniveaus von 6,77 Mio. € ausgefallen sind, liegt sowohl im organischen als auch anorganischen Wachstum begründet. Das organische Wachstum ist dabei unter anderem auf die erfolgreiche Einführung der Produktsuiten USU KnowledgeCenter 5.1 (Auslieferung Q1/11) und Valuemation 4.1 (Auslieferung Q1/11), die in ihrer Funktionalität und Performance verbessert wurden, zurückzuführen. Ebenfalls ausschließlich den Produktumsätzen zuzuordnen sind die Erlöse der im Juli 2010 erworbenen Aspera GmbH, einem Spezialisten für Lizenzmanagement sowie des im August 2011 akquirierten schweizerischen Strategieberatungsunternehmens USU Consulting GmbH. In der kumulierten Betrachtung der ersten drei Quartale 2011 fällt der anorganische Effekt stärker ins Gewicht. In diesem Zeitraum erzielte die USU Software AG einen Anstieg der Produktumsätze um +27,8 % auf 21,50 Mio. € (9M/10: 16,83 Mio. €).

Die USU Software AG profitierte im rein organisch gewachsenen Servicegeschäft von neuen Projektaufträgen und von einer Anhebung der Tagessätze, welche bereits im ersten Quartal 2011 umgesetzt wurde. Im dritten Quartal 2011 lag das Umsatzniveau des Service-segments mit 3,68 Mio. € um +19,3 % über dem Vorjahreszeitraum (Q3/10: 3,08 Mio. €).

Gemäß Unternehmensstrategie der USU Software AG sollen zudem die internationalen Umsätze sukzessive ausgebaut werden. Die anvisierte Marke eines 15,0 %igen Anteils der ausländischen Umsätze an den Gesamtumsätzen soll vor allem durch die Adressierung der Regionen West- und Osteuropas, des arabischen Raumes sowie der USA realisiert wer-

den. Die aktuell im Q3 2011 erzielte Quote lag mit 1,01 Mio. € bei 9,0 %. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum kommt dies einer nominalen Steigerung von +64,2 % gleich (Q3/11: 0,61 Mio. €). Positiv herauszustellen ist hierbei die Tatsache, dass die internationalen Umsätze größtenteils dem marginastarken Produktbereich zuzuordnen sind.

Auslandsumsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Kosten-/Ergebnisentwicklung - Bestwert bei der EBITDA-Marge von über 15 %

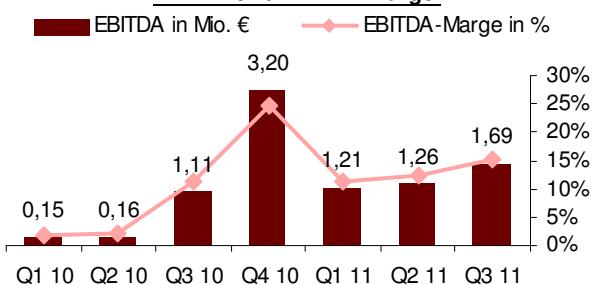
in Mio. €	Q3 2010	Δ 2010/2011	Q3 2011
EBITDA (Marge)	1,11 (11,3 %)	+52,0 %	1,69 (15,1 %)
EBIT (Marge)	0,68 (6,9 %)	+73,1 %	1,17 (10,4 %)
Konzernergebnis	0,58	+67,9 %	0,97
EPS	0,06	+0,03 €	0,09

Quelle: USU Software AG; GBC AG

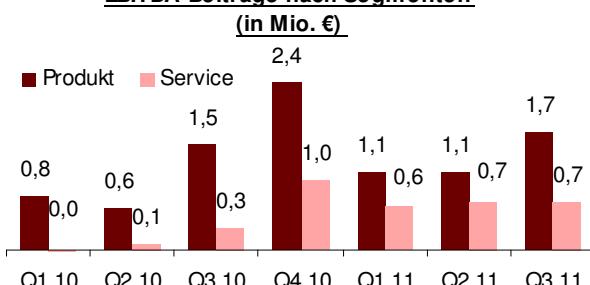
Die Erweiterung der Beratungsmannschaft, welche aus der Ausweitung des USU-Konzernkreises durch die neu hinzugekommene Gesellschaft USU Consulting GmbH resultiert, hat in Q3 2011 eine Erhöhung der Herstellungskosten des Umsatzes um +17,3 % auf 5,69 Mio. € (Q3/10: 4,86 Mio. €) zur Folge gehabt.

Dieser Effekt konnte jedoch durch eine unterproportionale Entwicklung der übrigen operativen Kosten gut ausgeglichen werden, so dass ein deutlicher Anstieg des EBITDA um +52,0 % auf 1,69 Mio. € (Q3/10: 1,11 Mio. €) erzielt wurde. Ein wesentlicher Faktor hierfür ist die Realisierung von Synergien und Effizienzsteigerungen, insbesondere im Bereich der Marketing- und Vertriebsaufwendungen. Die somit im abgelaufenen Quartal Q3 2011 erreichte EBITDA-Marge von 15,1 % (Q3/10: 11,3 %) sehen wir als nachhaltig erzielbar an.

EBITDA und EBITDA-Marge



EBITDA-Beiträge nach Segmenten



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aufgeteilt nach Segmenten wird im Q3 2011 eine deutliche Steigerung des EBITDA-Beitrages durch das Servicesegment ersichtlich. Hier findet sich hauptsächlich die relative Umsatzstabilität dieses Segmentes, welche sich im laufenden Geschäftsjahr auf ein verhältnismäßig hohes Niveau eingependelt hat, wieder. Der EBITDA-Beitrag des Servicegeschäftes lag bei 0,68 Mio. € (Q3/10: 0,30 Mio. €) und die entsprechende EBITDA-Marge bei 18,4 % (Q3/10: 10,8 %). Das marginastärkere Produktgeschäft steuerte mit einer EBITDA-Marge von 22,5 % (Q3/10: 16,4 %) einen Ergebnisbeitrag von 1,69 Mio. € (Q3/10: 1,51 Mio. €) bei.

Die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, die im Zusammenhang mit Unternehmensakquisitionen stehen, sind in 2011 aufgrund der Unternehmenskäufe deutlich angestiegen. Im Q3/11 lagen diese mit 0,39 Mio. € (Q3/10: 0,32 Mio. €) zwar auf dem Niveau des Vorjahres, im 9-Monatszeitraum steigerten sich diese jedoch auf 1,17 Mio. € (9M/10: 0,69 Mio. €). Dies begründet sich aus dem Unternehmenserwerb der Aspera GmbH, welcher im Juli 2010 getätigten wurde. Erwartungsgemäß werden sich die Abschreibungen zunächst auf dieses Niveau einpendeln mit einer mittelfristig abwärtsgerichteten Tendenz.

Angesichts dessen, sowie des Umstandes, dass die USU Software AG nur geringe Finanzkosten sowie Steuerbelastungen (Verlustvorträge zum 31.12.10: 35,55 Mio. €) aufweist, erzielte die Gesellschaft ein Nachsteuerergebnis von 0,97 Mio. € (Q3/10: 0,58 Mio. €). Im 9-Monatszeitraum konnte das Periodenergebnis vom Vorjahreswert von 0,44 Mio. € (EPS: 0,04 €) auf 1,79 Mio. € (EPS: 0,17 €) gesteigert und damit mehr als vervierfacht werden. Zu diesem Zeitpunkt hat die USU Software AG neue Rekordwerte erreicht und damit dürften sowohl die Unternehmenserwartungen als auch unsere Prognosen eines Rekordjahres 2011 gut erreichbar sein.

Bilanzielle Situation 30.09.2011 - Erwartungsgemäß solide

in Mio. €	31.12.2010	30.09.2011
Eigenkapital (EK-Quote)	48,49 (72,5 %)	48,19 (70,9 %)
Operatives Anlagevermögen	42,61	42,11
Working Capital	2,06	0,34
Liquide Mittel	11,06	12,06

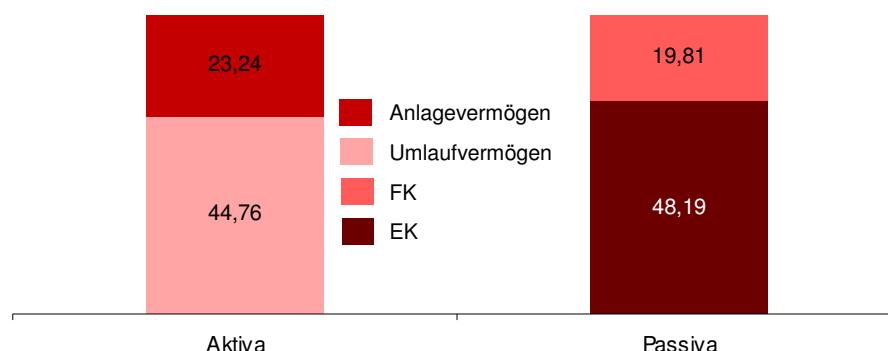
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Bilanzrelationen der USU Software AG weisen gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2010 nur unwesentliche Veränderungen auf. Erwähnenswert ist hierbei die Tatsache, dass die kurzfristigen liquiden Mittel (Liquide Mittel und Wertpapiere) sich infolge des positiven Cashflows trotz Dividendenauszahlungen (2,11 Mio. €) und des geleisteten Kaufpreises für die USU Consulting GmbH (0,40 Mio. €) auf 12,06 Mio. € steigern konnten (31.12.10: 11,06 Mio. €). Der Cash je Aktie erhöhte sich dementsprechend von 1,08 € (31.12.10) auf 1,15 €.

Des Weiteren führte ein Vorratsanstieg und ein Anstieg von unfertigen Leistungen zu einer Erhöhung des Umlaufvermögens auf 23,24 Mio. € (31.12.10: 21,47 Mio. €). Bei einem nahezu unveränderten Anlagevermögen kletterte damit die Bilanzsumme auf 68,00 Mio. € (31.12.10: 66,88 Mio. €). Auf der Passivseite der Bilanz findet sich dieser Anstieg hauptsächlich in einer Erhöhung des Passiven Rechnungsabgrenzungspostens auf 3,45 Mio. € (31.12.10: 1,66 Mio. €) wieder. Dieser stellt die bereits vereinnahmten Zahlungen dar, für die eine Leistungserbringung noch erfolgen wird.

Vor dem Hintergrund der erhöhten Bilanzsumme und einer aus der Dividendenauszahlung resultierenden leichten Reduktion des Eigenkapitals auf 48,19 Mio. € (31.12.10: 48,49 Mio. €) fiel die EK-Quote leicht auf 70,9 % (31.12.10: 72,5 %). Eine EK-Quote dieser Größenordnung ist weiterhin als äußerst solide zu werten.

Bilanzstruktur zum 30.09.2011



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Fazit

Mit dynamischer Geschäftsentwicklung auf Rekordkurs - Empfehlung: „KAUFEN“

Die USU Software AG hat mit Meldung der 9-Monatszahlen eine sehr überzeugende Geschäftsentwicklung präsentieren können. Gleichzeitig knüpfte das Unternehmen im dritten Quartal 2011 sowohl auf Umsatz- als auch auf Ertragsebene an die erfolgreichen Vorquartale an und konnte gegenüber dem Vorjahr weiter signifikant wachsen.

Auf Quartalsbasis erzielte hierbei die Gesellschaft im Q3 2011 Umsatzerlöse in Höhe von 11,21 Mio. € und konnte somit das Vorjahresniveau von 9,86 Mio. € um +13,7 % anheben. Beide Geschäftssegmente „Produkt“ und „Service“ zeichnen sich für diese positive Entwicklung verantwortlich. In der kumulierten 9-Monatsbetrachtung fiel die gegenüber dem Vorjahr aufgezeigte Umsatzdynamik mit +27,6 % auf 32,01 Mio. € (9M/10: 25,09 Mio. €) sogar noch höher aus, was primär aus anorganischen Effekten resultiert.

Das marginstarke Produktgeschäft konnte im dritten Quartal ein Umsatzwachstum von +11,1 % auf 7,52 Mio. € (Q3/10: 6,77 Mio. €) verzeichnen. In diesem Segment profitierte die USU Software AG von der bereits zu Jahresbeginn erfolgreich umgesetzten Einführung der Produktsuiten USU KnowledgeCenter 5.1 (Auslieferung Q1/11) und Valuemation 4.1 (Auslieferung Q1/11). Flankiert wird dies von der dynamischen Umsatzentwicklung der erworbenen Gesellschaft Aspera GmbH (Erwerb: Juli 2010) sowie von den Umsatzbeiträgen der USU Consulting GmbH (Erwerb: August 2011), welche dem Produktgeschäft zugerechnet werden. Ergänzend zu dieser positiven Entwicklung präsentierte sich das Servicegeschäft, hauptsächlich aufgrund der Generierung von neuen Projektaufträgen, mit einem Umsatzwachstum von +19,3 % auf 3,68 Mio. € (Q3/10: 3,08 Mio. €), ebenfalls von einer dynamischen Seite.

Die Gesellschaft hat auch im dritten Quartal eine hohe Kostendisziplin bewiesen und weist somit im Q3 2011 einen deutlichen Anstieg des EBITDA um +52,0 % auf 1,69 Mio. € (Q3/10: 1,11 Mio. €) auf. Die somit im abgelaufenen Quartal Q3 2011 erreichte EBITDA-Marge von 15,1 % (Q3/10: 11,3 %) sehen wir als nachhaltig erzielbar an.

Auf diese positive Entwicklung aufbauend, die eine unverändert hohe Investitionsbereitschaft der USU-Kunden verdeutlicht, stufen wir unsere Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre, wonach neue Rekordwerte erzielt werden, als realistisch ein. Die bereits zur Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2011 von der Gesellschaft angehobenen Prognosen für 2011 (Umsatzziel: > 43 Mio. €; EBITDA: > 6 Mio. €) wurden bestätigt. Dies nehmen wir zum Anlass und belassen unsere Erwartungen gegenüber der vorangegangenen Researchstudie vom 26.08.2011 unverändert. Somit erwarten wir für 2011 ein Umsatzniveau von 43,73 Mio. €, welches von einem EBITDA von 6,14 Mio. € (EBITDA-Marge: 14,0 %) gefolgt werden sollte. In 2012 dürfte die Gesellschaft bei einer anhaltend hohen Dynamik Umsätze von 48,10 Mio. € und ein EBITDA von 7,23 Mio. € (EBITDA-Marge: 15,0 %) erreichen. Neben der aktuell guten Auftragslage, die gemessen am Auftragsbestand zum 30.09.2011 mit 20,10 Mio. € um +21,1 % oberhalb des Vorjahresniveaus (30.09.10: 16,60 Mio. €) lag, stimmt zudem die Tatsache zuversichtlich, dass die Produkte der Gesellschaft vom bekannten Marktforschungsunternehmen Gartner als sehr vielversprechend eingestuft werden. Demnach wurde insbesondere die USU-Suite Valuemation ausführlich untersucht und sehr positiv bewertet. Damit wird die USU Software AG mit ihren Produkten auf Augenhöhe mit bekannten IT-Unternehmen gesetzt, was in unseren Augen eine höhere Sichtbarkeit seitens potenzieller Kunden, insbesondere im Ausland, mit sich bringt.

Interessant für die Bewertung der USU-Aktie ist die jüngst kommunizierte Übernahme des Knowledge Management-Spezialisten Autonomy Corporation plc durch Hewlett Packard. Der Technologie-Konzern zahlt immerhin das 50-fache des 2010er Gewinns für Autonomy.

Aufgrund unveränderter Bewertungsparameter bestätigen wir das in der Researchstudie vom 26.08.2011 veröffentlichte Kursziel von 6,15 € je Aktie. Angesichts des aktuellen Kurspotenzials von etwa +50,0 % bestätigen wir das 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 Wertpapierge setze 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 $\geq + 10\%$.
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 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