



Researchstudie (Update)



**„Q1-Zahlen im Rahmen unserer
Erwartungen ausgefallen“**

Kursziel: 10,60 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 8ff

USU Software AG ^{*5}

Kaufen

Kursziel: 10,60

aktueller Kurs: 8,00
23.05.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 84,19
EnterpriseValue³: 70,99
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 31,0 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 412 Stand: 31.3.2013

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	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	51,23	59,94	68,94	76,94
EBITDA	5,27	9,17	10,75	12,27
EBIT	3,53	6,68	8,60	10,11
EBIT (bereinigt)	7,07*	8,99*	10,59*	12,10*
Jahresüberschuss	4,83	5,40	6,64	8,15

* Berechnung gemäß Unternehmenskommunikation

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,46	0,51	0,63	0,77
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,30	0,68

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,39	1,18	1,03	0,92
EV/EBITDA	13,47	7,74	6,60	5,79
EV/EBIT	20,11	10,63	8,25	7,02
EV/EBIT (bereinigt)	10,04	7,90	6,70	5,87
KGV	17,43	15,59	12,68	10,33
KBV	1,61			

Finanztermine:

Datum: Ereignis

06.06.2013: Hauptversammlung
15.08.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht
05.09.2013: 3. ZKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

8.4.2013: RS / 10,60 / KAUFEN
12.2.2013: RG / 8,50 / KAUFEN
11.1.2013: RS / 8,50 / HALTEN
8.11.2012: RS / 7,50 / KAUFEN

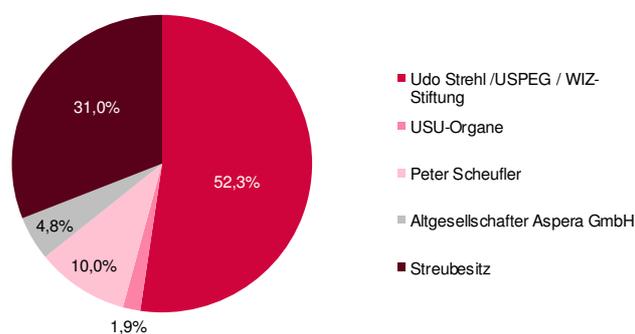
RS = Research Studie; RG = Research Guide;

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

Unternehmen

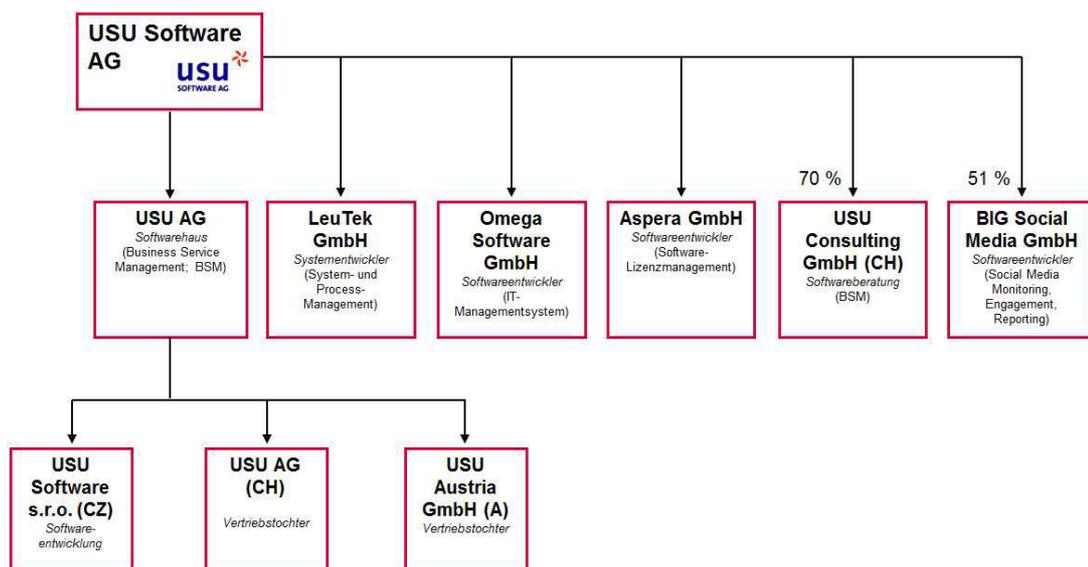
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	16.05.2013
Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung	52,3 %
USU-Organen	1,9 %
Peter Scheufler	10,0 %
Altgesellschafter Aspera GmbH	4,8 %
Streubesitz	31,0 %



Quelle: USU Software AG

Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG

Gemäß der Unternehmensstrategie, wonach zielgerichtet die Konzernaktivitäten durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe ausgebaut werden sollen, hat die USU Software AG mit Wirkung zum Januar 2013 mehrheitlich die BIG Social Media GmbH übernommen. Derzeit ist damit die USU Software AG als Konzernobergesellschaft an neun inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt.

Geschäftsentwicklung Q1 2013 - Erster Quartal „in line“; Prognosen bestätigt

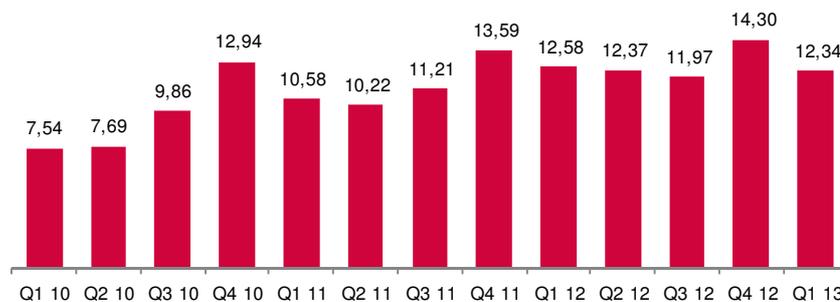
in Mio. €	Q1 2012	Δ 2012/2013	Q1 2013
Umsatzerlöse	12,58	-1,9 %	12,34
Umsatzerlöse - Produkt	8,17	+8,6 %	8,88
Umsatzerlöse - Service	4,40	-21,6 %	3,45

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Durch Basiseffekt weist USU einen leichten Rückgang auf

Das erste Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2013 fiel trotz einer leichten Umsatzreduktion in Höhe von -1,9 % auf 12,34 Mio. € (VJ: 12,58 Mio. €) im Rahmen unserer Erwartungen aus. Erwähnenswert hierbei ist der Umstand, wonach das erste Vorjahresquartal von Sondereffekten im Zusammenhang mit der Tochtergesellschaft Aspera GmbH geprägt war. Im ersten Quartal 2012, welches als maßgebliche Basis zur endgültigen Ermittlung des finalen Kaufpreises für die Aspera GmbH mitzählte, wurden von dieser Tochtergesellschaft hohe Umsätze durch den Abschluss internationaler Großprojekte erzielt. Erwartungsgemäß haben sich diese positiven Effekte im ersten Quartal 2013 nicht wiederholt, so dass die USU Software AG nicht an den Rekordwert des Vorjahres anknüpfen konnte.

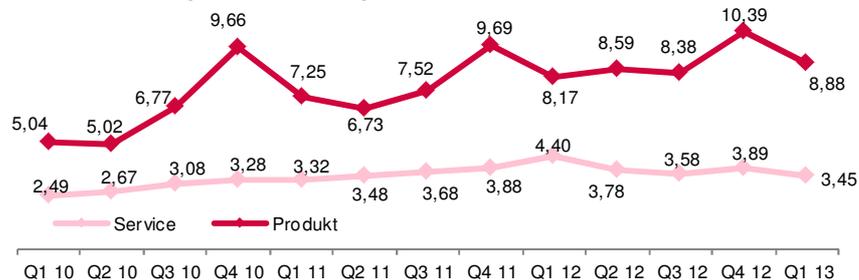
Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die vorstehende grafische Darstellung verdeutlicht die saisonale Umsatzverteilung, wonach der überwiegende Umsatzanteil in der Regel im zweiten Halbjahr eines Geschäftsjahres erwirtschaftet wird. Nachdem insbesondere die erste Geschäftsjahreshälfte 2012 von positiven Effekten geprägt war, was zu einer stärkeren Gleichverteilung der Quartale geführt hat, dürfte das laufende Geschäftsjahr 2013 wieder die, für die USU Software AG typische Umsatzverteilung, aufweisen.

Segmentaufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Eine Aufteilung der Umsatzerlöse nach den beiden Geschäftsbereichen „Produkt“ und „Service“ verdeutlicht eine relative Stärke des Produktbereiches, wohingegen das Servicesegment von einer rückläufigen Umsatzentwicklung geprägt war. Der Anstieg der Produkterlöse in Höhe von +8,6 % auf 8,88 Mio. € (VJ: 8,17 Mio. €) ist in erster Linie auf die Konsolidierung der neuen Konzerntochter BIG Social Media GmbH zurückzuführen. Diese wurde im Januar 2013 erworben und trug dementsprechend erstmalig zu den Umsatzerlösen der USU Software AG bei. Im Gegenzug war das Servicegeschäft mit einem Umsatz-

rückgang in Höhe von -21,6 % auf 3,45 Mio. € (VJ: 4,40 Mio. €) von auslaufenden Großprojekten geprägt, für die noch kein entsprechendes Neugeschäft generiert werden konnte. Gemäß Unternehmensangaben ist die derzeitige Auslastungsquote der Beratermannschaft in diesem Bereich vergleichsweise gering.

Ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie ist das internationale Wachstum, welches über die letzten Perioden hinweg stetig ausgebaut wurde. Im ersten Quartal 2013 machte sich jedoch das Fehlen internationaler Großprojekte der Tochtergesellschaft Aspera GmbH bemerkbar, wodurch sich die Auslandsumsätze auf 1,74 Mio. € (VJ: 2,26 Mio. €) reduziert haben. Dementsprechend minderte sich der Auslandsbeitrag an den Gesamtumsätzen auf 14,1 % (VJ: 17,9 %). Dieser blieb jedoch im Bereich der, von der USU Software AG anvisierten, Größenordnung von 15,0 %. International dürfte die Gesellschaft, speziell vor dem Hintergrund erster erwarteter Umsatzbeiträge im Rahmen der CA-Partnerschaft (Ende Q2 2013), ein überdurchschnittliches Wachstum präsentieren.

Internationale Umsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

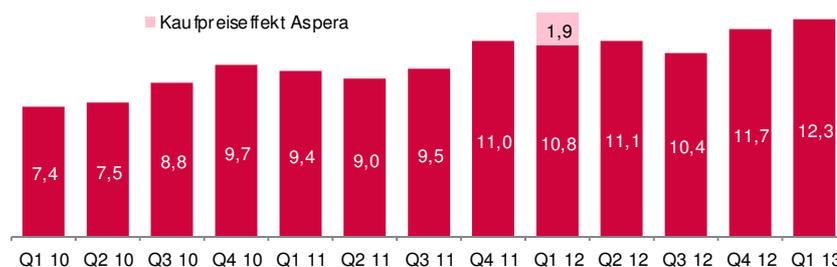
Ergebnisentwicklung - Vorlaufinvestitionen belasten Ergebnisentwicklung

in Mio. €	Q1 2012	Δ 2012/2013	Q1 2013
EBITDA	-0,12	neg.	0,00
EBIT	-0,57	neg.	-0,35
Periodenergebnis	-1,25	neg.	-0,43
EPS	-0,12	neg.	-0,05

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Den leicht rückläufigen Umsatzerlösen steht ein Anstieg der operativen Kosten entgegen, so dass die USU Software AG auf EBITDA-Basis lediglich ein ausgeglichenes Ergebnis erzielen konnte. Gegenüber dem Vorjahr wird zwar zunächst ein Rückgang der operativen Kosten auf 12,34 Mio. € (VJ: 12,70 Mio. €) sichtbar, hier muss jedoch für das Vorjahresquartal ein mit der finalen Aspera-Kaufpreiszahlung im Zusammenhang stehender Sonder-effekt in Höhe von 1,86 Mio. € berücksichtigt werden. Bereinigt um diesen Effekt sind die operativen Kosten gegenüber dem Vorjahr deutlich um +13,8 % angestiegen.

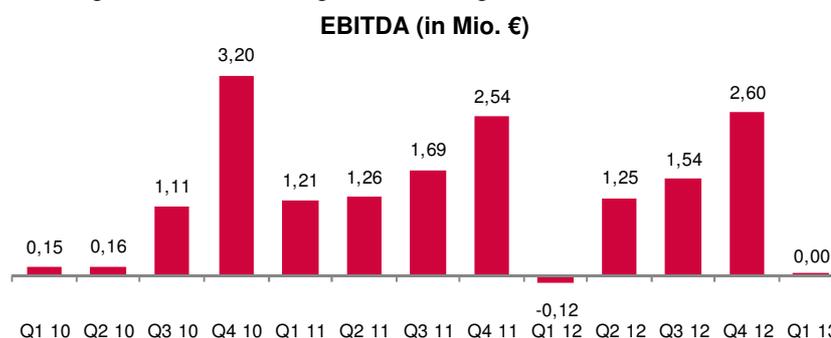
Operative Kosten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Erklären lässt sich der überproportionale Kostenanstieg durch hohe Mitarbeiterinvestitionen, was gegenüber dem Vorjahr einen deutlichen Anstieg der Mitarbeiterzahl auf 412

(VJ: 322) zur Folge hatte. Hierbei handelt es sich sowohl um neu hinzugekommene Mitarbeiter aus der Akquisition der BIG Social Media GmbH als auch um einen Aufbau des Personalbestands im Hinblick auf die Partnerschaft mit CA Technologies. Erste nennenswerte Umsatzbeiträge sollten hieraus ab dem zweiten Quartal 2013 erzielt werden. Im Besonderen bewirkte der Ausbau des Personalbestandes einen überproportionalen Anstieg der Vertriebs-, Verwaltungs- und Entwicklungsaufwendungen.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Gemäß unseren Prognosen dürfte ein erwarteter positiver EBIT-Beitrag der neuen Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH sowie ein signifikanter Anstieg der Umsatzerlöse im Rahmen der CA-Partnerschaft, einen deutlichen Ergebnisanstieg in den Folgequartalen bedeuten. Zugleich sollte die USU Software AG in der Lage sein, Neukundengeschäft im Servicebereich zu generieren. Wie in den Vorjahren dürfte damit der überwiegende Ergebnisanteil im zweiten Halbjahr erzielt werden.

Bereinigtes Konzernergebnis		
in Mio. €	Q1 2012	Q1 2013
EBIT	-0,57	-0,35
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte	+0,29	+0,19
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	+1,96	+0,18
Bereinigtes EBIT	1,68	0,02
Finanzergebnis	-0,12	-0,06
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,58	-0,04
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	0,04	0,00
Minderheitenanteile	-0,02	-0,01
Bereinigtes Konzernergebnis	1,00	-0,08
Bereinigtes EPS	0,10	-0,01

* grau unterlegte Zeilen stellen die Bereinigungen gegenüber der Konzern GuV dar

Quelle: USU Software AG

Um eine höhere Transparenz zu gewährleisten, hat die USU Software AG verschiedene Sondereffekte aus der Gewinn- und Verlustrechnung eliminiert, um somit ein bereinigtes Konzernergebnis zu präsentieren. Bei den Bereinigungen handelt es sich vornehmlich um Sondereffekte, die im Zusammenhang mit den vorgenommenen Akquisitionen stehen. Die Eliminierung von sowohl Firmenwertabschreibungen, denen jedoch die Aktivierung latenter Steuern gegenüber steht, als auch der Abschreibungen auf erworbene immaterielle Vermögenswerte, ermöglichen den Ausweis eines Ergebnisses, welches der operativen Entwicklung der USU Software AG näher kommt.

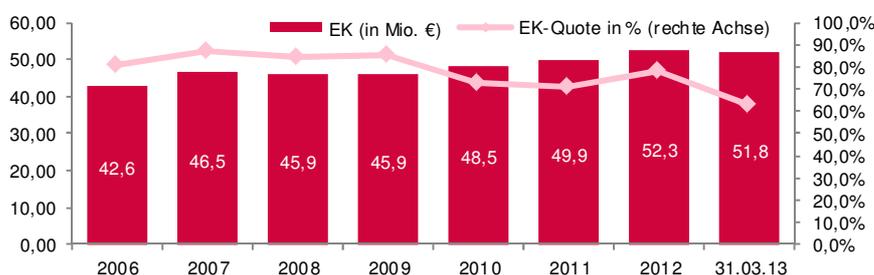
Bilanzielle Situation zum 31.03.2013 - Unverändert solide Vermögenssituation

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	31.03.2013
Eigenkapital (EK-Quote)	49,91 (71,3 %)	52,30 (78,4 %)	51,85 (62,5 %)
Operatives Anlagevermögen	41,00	40,01	49,01
Working Capital	-1,84	-0,92	-7,37
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	17,63	11,41	17,07

Quelle: GBC AG

Das Eigenkapital der USU Software AG ist infolge des negativen Periodenergebnisses in Höhe von -0,43 Mio. € (VJ: -1,25 Mio. €) leicht auf 51,85 Mio. € (31.12.12: 52,30 Mio. €) zurückgegangen. Gemessen an der ausgeweiteten Bilanzsumme in Höhe von 82,90 Mio. € (31.12.12: 66,72 Mio. €) weist die Eigenkapitalquote einen unverändert soliden Wert von 62,5 % (31.12.12: 78,4 %) auf.

Eigenkapital



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aktivseitig wird die Bilanzsummenausweitung primär durch einen Anstieg des Goodwills sowie der liquiden Mittel getragen. Infolge der BIG-Übernahme erhöhte sich dabei der Goodwill auf 41,45 Mio. € (31.12.12: 32,40 Mio. €). Zugleich vereinnahmte die USU Software AG Zahlungen aus Wartungsverträgen sowie die erste Teilzahlung im Zusammenhang mit der CA-Partnerschaft, was einen deutlichen Anstieg der liquiden Mittel auf 17,07 Mio. € (31.12.12: 11,41 Mio. €) nach sich gezogen hat.

Passivseitig finden sich die genannten Zahlungen in einem Anstieg der erhaltenen Anzahlungen sowie des Rechnungsabgrenzungspostens wieder. Zugleich wurden Kaufpreisverbindlichkeiten für die anvisierte vollständige BIG-Übernahme in Höhe von 8,17 Mio. € (31.12.12: 0,00 Mio. €) passiviert.

Prognosen - Prognosen bestätigt, Starkes Wachstum im zweiten Halbjahr erwartet

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	51,23	59,94	68,94	76,94
EBITDA (Marge)	5,27 (10,3 %)	9,17 (15,3 %)	10,75 (15,6 %)	12,27 (15,9 %)
EBIT (Marge)	3,53 (6,9 %)	6,98 (11,7 %)	8,60 (12,5 %)	10,11 (13,1 %)
Jahresüberschuss	4,83	5,40	6,64	8,15
EPS	0,46	0,51	0,63	0,77

Quelle: GBC AG

Unsere in der Researchstudie (Anno) vom 10.04.2013 getroffenen Prämissen hinsichtlich der künftigen Unternehmensentwicklung behalten ihre Gültigkeit. Besondere Wachstumstreiber erkennen wir dabei in der CA-Vertriebspartnerschaft, welche speziell ab dem zweiten Halbjahr 2013 zum Umsatz- und Ergebniswachstum beitragen dürfte. Auch die neu erworbene Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH dürfte im Laufe des Geschäftsjahres positive Ergebnisbeiträge leisten, so dass wir insbesondere im zweiten Halbjahr 2013 mit einer dynamischen Umsatz- und Ergebnisentwicklung rechnen. Auch in den kommenden Geschäftsjahren sollte die USU Software AG organisch, anorganisch und international wachsen.

Fazit

Q1-Zahlen im Rahmen der Erwartungen ausgefallen; Rating KAUFEN bestätigt

Die von der USU Software AG präsentierten Zahlen für das erste Quartal 2013 sind im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Zwar hat die Gesellschaft gegenüber dem Vorjahresquartal einen leichten Umsatzrückgang in Höhe von 1,9 % auf 12,34 Mio. € (VJ:12,58 Mio. €) hinnehmen müssen, dieser ist in erster Linie auf positive Sondereffekte zurückzuführen, welche die Umsätze des Vorjahresquartals positiv beeinflusst haben.

Der insgesamt soliden Umsatzentwicklung stand jedoch ein Anstieg der operativen Kosten entgegen. Gegenüber dem bereinigten Vorjahreswert erhöhte sich die operative Kostenbasis um +13,8 % auf 12,34 Mio. € (VJ-Wert bereinigt: 10,85 Mio. €). In erster Linie ist dieser Anstieg auf einen deutlichen Personalausbau auf 412 Mitarbeiter (VJ: 322) zurückzuführen. Hierbei handelt es sich sowohl um neu hinzugekommene Mitarbeiter aus der Akquisition der BIG Social Media GmbH als auch um einen Aufbau des Personalbestands im Hinblick auf die Vertriebspartnerschaft mit CA Technologies. Damit hat die USU Software AG auch die personellen Strukturen für ein erwartetes Unternehmenswachstum gelegt.

Infolge dessen konnte die Gesellschaft auf EBITDA-Basis lediglich ein ausgeglichenes Ergebnis erzielen. Gemäß unseren Prognosen dürfte ein erwarteter positiver EBIT-Beitrag der neuen Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH sowie ein signifikanter Anstieg der Umsatzerlöse im Rahmen der CA-Partnerschaft, einen deutlichen Ergebnisanstieg in den Folgequartalen bedeuten. Zugleich sollte die USU Software AG in der Lage sein, Neukundengeschäft im Servicebereich zu generieren. Wie in den Vorjahren dürfte damit der überwiegende Ergebnisanteil im zweiten Halbjahr 2013 erzielt werden.

Basierend auf diesen Erwartungen bestätigen wir unsere bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie Anno vom 10.04.2013). Für das laufende Geschäftsjahr 2013 rechnen wir unverändert mit einem Umsatzanstieg auf 59,94 Mio. €. Damit entsprechen wir den bestätigten Unternehmensplanungen, wonach Umsätze in Höhe von mindestens 58,00 Mio. € in Aussicht gestellt werden. Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen zudem den Umstand, wonach das Unternehmenswachstum primär aus dem margenstarken Produktsegment stammen sollte. Dementsprechend rechnen wir mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung und somit mit einem Anstieg der Ergebnismargen. Bei einer prognostizierten EBIT-Marge von 11,7 % rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2013 mit einem EBIT in Höhe von 6,98 Mio. €. Auch in den kommenden Geschäftsjahren sollte die USU Software AG organisch, anorganisch und international wachsen.

Im Rahmen des DCF-Modells haben wir einen 2013er fairen Wert je Aktie von 10,60 € ermittelt. Aufgrund des sich daraus ergebenden deutlichen Kurspotenzials bestätigen wir daher das Rating KAUFEN und sehen die USU Software AG weiterhin als attraktives Investment an.

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-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 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/de/Offenlegung.htm>

§ 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
Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, 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