



## **Researchstudie (Update)**

**USU Software AG**



**„Grundlage für neues Rekordjahr wurde frühzeitig gelegt;  
Wir bestätigen die Prognosen und das Kursziel“**

**Kursziel: 20,00 €**

**Rating: HALTEN**

### **WICHTIGER HINWEIS:**

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 9

## USU Software AG<sup>\*5a,6a,11</sup>

### HALTEN

**Kursziel: 20,00**

aktueller Kurs: 20,20  
27.5.2016 / XETRA-  
Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 212,58  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 187,87  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 34,7 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Dero Bank AG  
LBBW

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 10

### Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/

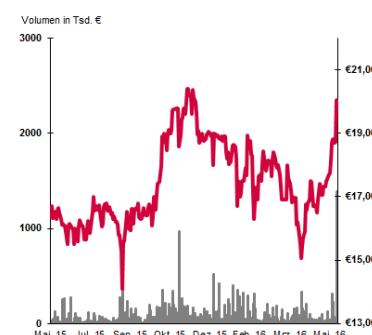
Knowledge Business

Mitarbeiter: 512 Stand: 31.03.2016

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,  
Dr. Benjamin Strehl



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben ganzheitliche Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen im Bereich „Business Service Management“ für den effizienten und kostenoptimalen Einsatz der IT-Infrastruktur eines Unternehmens sowie im Bereich „Knowledge Solutions“ zur Optimierung wissensintensiver Geschäftsprozesse. Darüber hinaus bietet die Gruppe im Bereich „Business Solutions“ Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten sowie individuelle Anwendungsentwicklung an. USU-Kunden erzielen neben einer hohen Serviceverbesserung auch enorme Einsparpotenziale, so dass sich die Investitionen in die Softwarelösungen der USU-Gruppe in sehr kurzer Zeit amortisieren und insofern eine Win-Win-Situation zwischen USU und ihren Kunden entsteht. Entsprechend zählen inzwischen über 700 Unternehmen aus allen Bereichen der Wirtschaft, insbesondere aber aus den IT-intensiven Branchen wie Versicherungen und Banken, zum Kundenkreis der USU-Gruppe, wie beispielsweise Allianz, BASF, BOSCH, BMW, DEVK, EDEKA, Generali, Hannover Rück, HDI Gerling, Jacobs Engineering, LVM, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	66,09	74,02	85,13	97,89
EBITDA	9,88	10,92	13,53	15,44
EBIT	7,59	8,63	11,61	13,57
bereinigtes EBIT	8,79	10,17	12,78	14,69
Jahresüberschuss	8,38	7,75	10,43	12,23

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,80	0,74	0,99	1,16
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,45	0,50

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,84	2,54	2,21	1,92
EV/EBITDA	19,02	17,20	13,89	12,17
EV/EBIT	24,75	21,76	16,18	13,84
EV/bereinigtes EBIT	21,38	18,47	14,70	12,79
KGV	25,36	27,42	20,38	17,38
KBV	3,50			

### Finanztermine

17.06.16:	Hauptversammlung
30.08.16:	HJ-Bericht 2016
9-11.09.16:	IR-Fahrt 2016
17.11.16:	9M-Bericht 2016
21-23.11.16:	Equity Forum

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
14.04.2016: RS / 20,00 / KAUFEN
23.11.2015: RS / 18,20 / HALTEN
25.8.2015: RS / 18,20 / KAUFEN
28.5.2015: RS / 18,20 / KAUFEN
26.3.2015: RS / 17,50 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- In den ersten drei Monaten 2016 hat die USU Software AG das zuletzt hohe Wachstumstempo aufrecht halten können und ein Umsatzwachstum in Höhe von 20,5% auf 16,96 Mio. € (Q1/15: 14,07 Mio. €) erzielt. Erwähnenswert ist hierbei der Umstand, wonach dieses nahezu organische Umsatzwachstum sowohl durch einen Anstieg der zuletzt etwas rückläufigen inländischen Umsätze, als auch durch eine Fortsetzung des Umsatzwachstums im Ausland, erreicht wurde. Insgesamt erweist sich dabei das typischerweise marginstärkere Produktsegment, mit einem Anstieg in Höhe von 26,1% auf 13,45 Mio. € (Q1/15: 10,67 Mio. €), als wichtigster Wachstumstreiber. Im Servicesegment hat die Gesellschaft mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 3,7% auf 3,47 Mio. € (Q1/15: 3,35 Mio. €) eine nahezu konstante Entwicklung erreicht.
- Der weitere Bedeutungsgewinn des marginärkeren Produktgeschäfts, welches im ersten Quartal 2016 insgesamt 79,5% (Q1/15: 76,1%) an den Gesamtumsätzen ausmachte, hatte einen überproportionalen Ergebnisanstieg zur Folge. Das um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT verbesserte sich dabei auf 1,37 Mio. € (Q1/15: 1,08 Mio. €) und dementsprechend erhöhte sich die bereinigte EBIT-Marge auf 8,1% (Q1/15: 7,7%).
- Mit der positiven Entwicklung des saisonal typischerweise schwächeren ersten Quartals hat die USU Software AG eine gute Basis für das Erreichen der Unternehmens-Guidance geschaffen. Unverändert erwartet die Gesellschaft einen Anstieg der Umsatzerlöse auf 71 - 75 Mio. € sowie einen überproportionalen Anstieg des bereinigten EBIT auf 9 - 10,5 Mio. €. Auch wir bestätigen unsere bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 14.04.2016), welche innerhalb der Guidance-Bandbreite liegen.
- Der zentrale Wachstumstreiber dürfte weiterhin das Produktgeschäft sein, welches sowohl im Ausland als auch im deutschen Kernmarkt dynamisch zulegen sollte. In den USA soll neben einer Intensivierung der Aktivitäten auch ein Ausbau der Produktpalette umgesetzt werden. Flankierend hierzu ist es geplant, die Präsenz in Europa (vornehmlich Frankreich und UK) auszuweiten. Auf Grundlage neuer Produktentwicklungen sollen auch produktbezogene Wachstumsimpulse aus dem Inland erzeugt werden. Weitere Unternehmensakquisitionen, als wichtiger strategischer Baustein, dürften das Umsatzniveau (bis Ende 2017) auf 100,0 Mio. € anheben.
- In unseren unveränderten Prognosen haben wir mögliche anorganische Effekte aufgrund der fehlenden Konkretisierung noch außen vor gelassen und rechnen mit Umsatzerlösen in Höhe von 74,02 Mio. € (GJ 2016e) sowie 85,13 Mio. € (GJ 2017e). Als Folge der erwarteten überproportionalen Entwicklung des marginstarken Produktgeschäfts sowie vor dem Hintergrund erwarteter Skaleneffekte sollte die USU Software AG bis zum GJ 2017 ein bereinigtes EBIT-Margin-Niveau von 15,0 % erreichen.
- **Auf Grundlage des unveränderten DCF-Bewertungsmodells (siehe Researchstudie vom 14.04.2016) bestätigen wir unser Kursziel von 20,00 € je Aktie. Der Aktienkurs der USU Software AG hat sehr positiv auf die Veröffentlichung der Q1-Zahlen 2016 reagiert und notiert derzeit mit 20,20 € um 27,0 % höher als zum Zeitpunkt unserer letzten Researchstudie. Wir nehmen unser bisheriges Rating auf HALTEN (bisher: KAUFEN) zurück.**

## INHALTSVERZEICHNIS

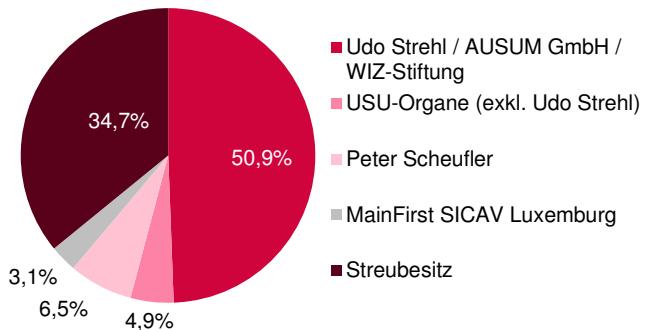
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung Q1 2016 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung Q1 2016 .....	5
Ergebnisentwicklung Q1 2016 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.03.2016 .....	7
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>8</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>9</b>

## UNTERNEHMEN

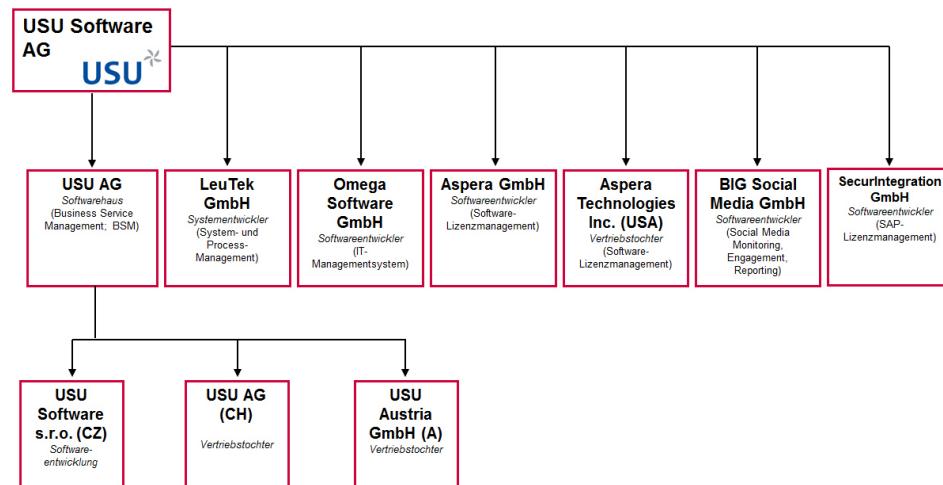
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	50,9%
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	4,9%
Peter Scheufler	6,5%
MainFirst SICAF Luxemburg	3,1%
Streubesitz	34,7%

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe umfasst derzeit zehn inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften. Hier findet sich ein wichtiger Baustein der Unternehmensstrategie wieder. So sollen beispielsweise die Konzernaktivitäten zielgerichtet durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe sukzessive ausgebaut werden. Mit den letzten drei Akquisitionen wurden der Lizenzmanagement-Spezialist Aspera GmbH (2010), die im Bereich des Social Media Management tätige BIG Social Media GmbH (2013) sowie der SAP-Lizenzmanagementspezialist SecurIntegration GmbH (2015) erworben und damit das Leistungsspektrum ausgebaut. Insbesondere die Aspera GmbH steuert einen wichtigen Beitrag zum konzernweiten Umsatz- und Ergebniswachstum bei.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q1 2016

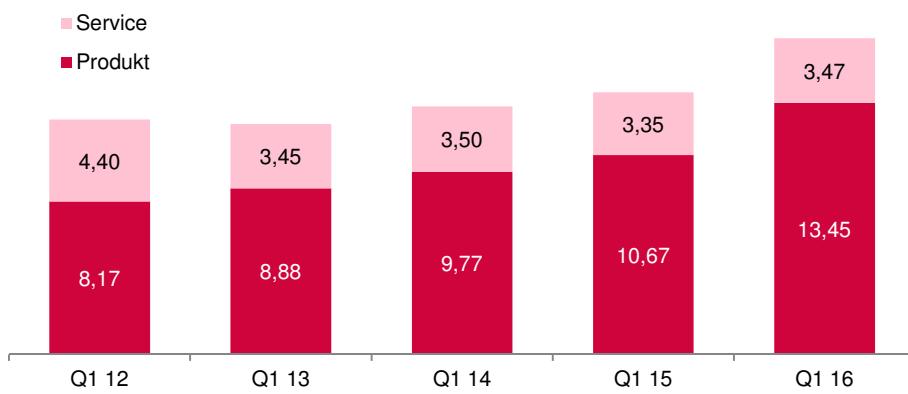
GuV (in Mio. €)	Q1 2014	Q1 2015	Q1 2016
Umsatzerlöse	13,31	14,07	16,96
davon Produkt	9,77	10,67	13,45
davon Service	3,50	3,35	3,47
EBIT	0,10	0,74	1,01
EBIT-Marge	0,7%	5,3%	6,0%
bereinigtes EBIT	0,47	1,08	1,37
bereinigte EBIT-Marge	3,6%	7,7%	8,1%
Jahresüberschuss	-0,06	0,93	0,88

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung Q1 2016

Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 20,5% auf 16,96 Mio. € (Q1/15: 14,07 Mio. €) hat die USU Software das zuletzt schon hohe Wachstumstempo nochmals gesteigert. Herauszustellen ist hier der Umstand, wonach dieser neue Rekordwert eines ersten Jahresquartals nahezu ausschließlich dem organischen Bereich zuzuordnen ist, bei einem nur leicht anorganischen Umsatzanstieg von ca. 3,0 %. Erneut leisteten dabei die typischerweise marginärkeren Produktumsätze, mit einem Ausbau des Umsatzniveaus gegenüber dem Vorjahr in Höhe von 2,78 Mio. €, den wichtigsten Wachstumsbeitrag. Die Serviceumsätze erhöhten sich um 0,13 Mio. € und bleiben damit gegenüber dem Vorjahr nahezu konstant:

### Umsatzaufteilung nach Berichtssegmenten (in Mio. €)

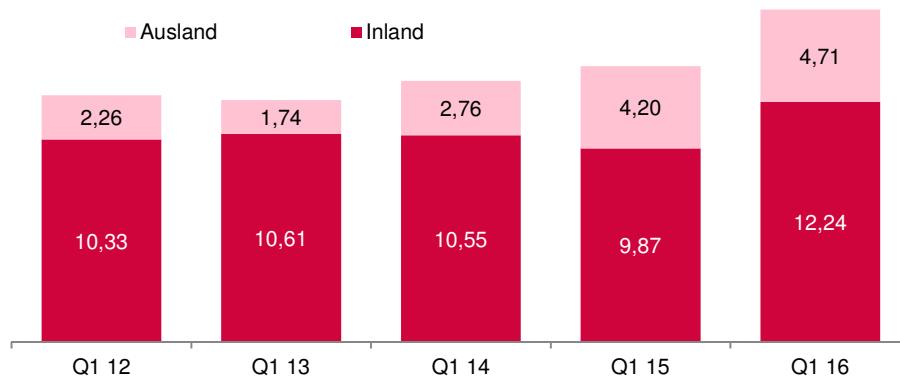


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf Quartalsebene haben sich die Serviceumsätze zwischen 3,0 – 4,0 Mio. € eingependelt und sind weiterhin von Kleinaufträgen geprägt. In diesem Segment werden produktunabhängige Umsätze sowie Individualprojekte erfasst. Gemäß Unternehmensangaben hat hier eine Bodenbildung stattgefunden, wobei gemäß aktueller Planung eine leicht steigende Tendenz erwartet wird. Sofern Großaufträge gewonnen werden, ist hier mit einem sprunghaften Umsatzanstieg zu rechnen.

Das Produktsegment, als zentrale Wachstumssäule der USU Software AG, profitierte dabei sowohl von einem Ausbau des marginastarken Lizenzgeschäftes (+60,5%), als auch des nachgelagerten Wartungsgeschäftes (+34,6%). Positiv hervorzuheben ist hier sowohl ein Anstieg der Produktumsätze im Ausland als auch im deutschen Kernmarkt. Mit dem Wachstum der Inlandsumsätze in Höhe von 24,0% auf 12,24 Mio. € (Q1/15: 9,87 Mio. €) hat, nach einer hier zuletzt rückläufigen Entwicklung, sogar eine Trendumkehr stattgefunden.

### Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



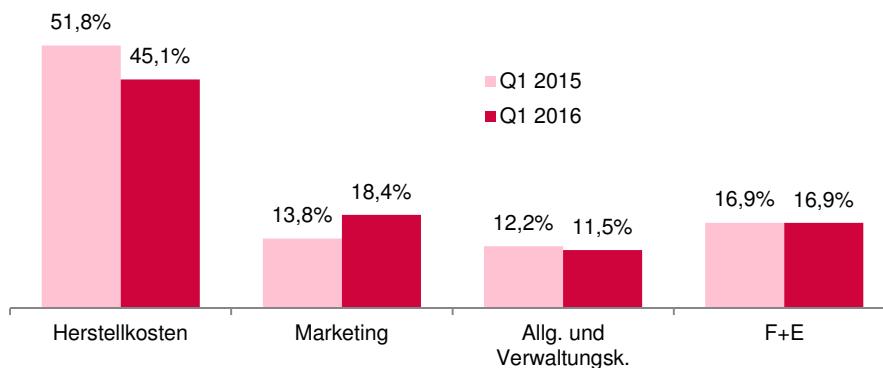
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die internationalen Umsätze dürften weiterhin hauptsächlich von einer positiven Entwicklung der auf Lizenzmanagement spezialisierten, in den USA tätigen Tochtergesellschaft Aspera Technologies Inc. profitiert haben. Ein weiterer Ausbau des internationalen Geschäfts, insbesondere in Zentraleuropa (Frankreich; UK), soll dabei sowohl über Direktinvestitionen, als auch durch den Ausbau des Partnergeschäftes, erreicht werden.

### Ergebnisentwicklung Q1 2016

Der weitere Bedeutungsgewinn des marginärstärkeren Produktgeschäftes, welches im ersten Quartal 2016 insgesamt 79,5% (Q1/15: 76,1%) an den Gesamtumsätzen ausmachte, hatte einen überproportionalen Ergebnisanstieg zur Folge. Gleichzeitig ist dies als eine Fortsetzung der Unternehmensstrategie hin zu einem internationalen Softwarekonzern zu verstehen. Das EBIT legte dabei um 35,8% auf 1,01 Mio. € (Q1/15: 0,74 Mio. €) deutlich zu und die entsprechende EBIT-Marge kletterte auf 6,0% (Q1/15: 5,3%).

### Entwicklung der Kostenquoten bezogen auf den Umsatz (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der EBIT-Margenanstieg resultiert insbesondere aus einer nur unterproportionalen Entwicklung der Herstellungskosten des Umsatzes. Hier wird die relative Margenstärke des Produktsegments sichtbar. Dabei musste die USU Software AG in einem geringeren Umfang auf freie Mitarbeiter zurückgreifen sowie im Verhältnis weniger externe Softwarekomponenten hinzukaufen. Dem steht ein deutlicher Anstieg der Marketing- und Vertriebskosten auf 3,12 Mio. € (Q1/15: 1,94 Mio. €) gegenüber, was eine erhöhte Kostenquote von 18,4% (Q1/15: 13,8%) zur Folge hatte. Gemäß Unternehmensangaben handelt es sich hierbei um Mehraufwendungen aus Partnerprovisionen im Zusammenhang mit dem Ausbau des internationalen Geschäfts. Gleichzeitig plant die Gesellschaft

eine Ausweitung des Produktportfolios in den USA um den Bereich Knowledge Management. Hierfür sind vorab Marketinginvestitionen notwendig.

Die Ergebnisentwicklung der USU-Gruppe ist typischerweise von Akquisitionseffekten beeinträchtigt, wodurch die tatsächliche operative Entwicklung überdeckt wird. Um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild zu ermöglichen, weist die Gesellschaft ein bereinigtes EBIT aus. Das bereinigte EBIT verbesserte sich dabei auf 1,37 Mio. € (Q1/15: 1,08 Mio. €) und dementsprechend erhöhte sich die bereinigte EBIT-Marge auf 8,1 % (Q1/15: 7,7 %).

#### Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Dass beim Nachsteuerergebnis ein Rückgang auf 0,88 Mio. € (Q1/15: 0,93 Mio. €) verbleibt, ist in erster Linie auf eine für die USU Software AG ungünstige Wechselkursveränderung (US-Dollar/Euro) zurückzuführen. Negative Wechselkurseffekte haben einerseits das sonstige betriebliche Ergebnis auf -0,04 Mio. € (Q1/15: 0,30 Mio. €) reduziert. Andererseits sank das Finanzergebnis, ebenfalls wechselkursbedingt, von 0,29 Mio. € (Q1/15) auf -0,07 Mio. € (Q1/16).

#### Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.03.2016

in Mio. €	31.03.2015	31.12.2015	31.03.2016
Eigenkapital (EK-Quote in %)	56,47 (63,0%)	60,79 (68,2%)	61,74 (67,5%)
Operatives Anlagevermögen	43,86	45,09	44,93
Working Capital	-11,04	-8,68	-10,99
Net Debt	-26,18	-24,71	-28,14
Cashflow - operativ	6,39	12,15	3,93
Cashflow - Investition	-0,22	-4,90	-0,47
Cashflow - Finanzierung	0,00	-6,38	-0,12

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch zum 31.03.2016 präsentiert die USU Software AG ein gewohnt solides Bilanzbild, welches auf der Passivseite vom Eigenkapital in Höhe von 61,74 Mio. € (EK-Quote: 67,5%) dominiert wird. Das Fremdkapital ist nahezu ausschließlich dem Working Capital-Bereich zuzuordnen und ist daher weiterhin vom Fehlen jeglicher Bankverbindlichkeiten geprägt. Folglich ergeben sich beim Fremdkapital stichtagsbedingte Schwankungen, wie etwa der Anstieg des passiven Rechnungsabgrenzungspostens auf 10,85 Mio. € (31.12.15: 5,30 Mio. €), als Folge vereinnahmter Wartungserlöse, für die eine Leistungserbringung noch im laufenden Geschäftsjahr erfolgen wird. Die vereinnahmten Wartungszahlungen haben unmittelbar einen Einfluss auf die kurzfristige Liquidität der Gesellschaft, welche analog dazu auf 26,45 Mio. € (31.12.15: 23,11 Mio. €) angestiegen ist.

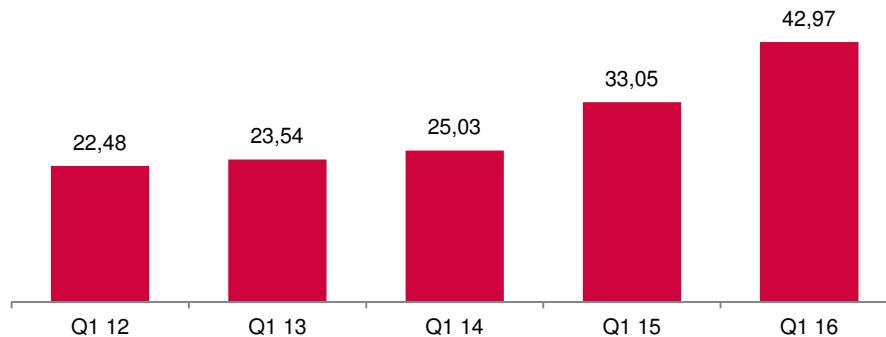
## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	66,09	74,02	85,13	97,89
EBIT	7,59	8,63	11,61	13,57
EBIT-Marge	11,5%	11,7%	13,6%	13,9%
bereinigtes EBIT	8,79	10,17	12,78	14,69
bereinigte EBIT-Marge	13,3%	13,7%	15,0%	15,0%
Jahresüberschuss	8,38	7,75	10,43	12,23
EPS in €	0,80	0,74	0,99	1,16

Quelle: GBC AG

Mit der dynamischen Umsatz- und Ergebnisentwicklung der ersten drei Monate 2016 hat die USU Software AG eine gute Basis für das Erreichen der Prognosen geschaffen. Vor diesem Hintergrund wurde die im Geschäftsbericht 2016 veröffentlichte Unternehmens-Guidance, wonach auf Gesamtjahresebene 2016 Umsatzerlöse in Höhe von 71 - 75 Mio. € sowie ein überproportionaler Anstieg des bereinigten EBIT auf 9 - 10,5 Mio. € in Aussicht gestellt wird, erneuert. Auch wir bestätigen unsere bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 14.04.2016), welche innerhalb der Guidance-Bandbreite liegen. Eine hohe Aussagekraft bezüglich der erwarteten Umsatzentwicklung bietet zudem der 30,0%ige Anstieg des Auftragsbestandes:

### Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ein wesentlicher Bestandteil der künftigen Unternehmensentwicklung dürfte weiterhin der Ausbau des internationalen Geschäfts sein. Hierzu gehört die weitere Durchdringung des US-Amerikanischen Marktes (Ausweitung der Produktpalette) sowie eine stärkere Präsenz in Europa. Vorrangig sollte das Produktgeschäft hiervon profitieren, wobei auf Grundlage neuer Produktentwicklungen auch hohe Wachstumsimpulse aus dem Inland erzeugt werden dürften. Beim Servicegeschäft rechnen wir mit einem leichten Umsatzanstieg. Weitere Unternehmensakquisitionen, als wichtiger Strategiebaustein, sollen zum Erreichen eines Zielumsatzes in Höhe von 100,0 Mio. € (bis Ende 2017) beitragen, wobei der anorganische Umsatzanteil, gemäß Unternehmensangaben, bei etwa 15,0 Mio. € liegen soll. Aufgrund der aktuell noch fehlenden Konkretisierung haben wir für die kommenden Geschäftsjahre mögliches anorganisches Wachstum noch außen vor gelassen.

Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung des Produktgeschäfts sowie der erwarteten Realisierung von Skaleneffekten rechnen wir, analog zur Unternehmensguidance, mit einer bereinigten EBIT-Marge von 15,0%. Auf Grundlage der damit unveränderten Prognosen belassen wir unser DCF-Modell unverändert und bestätigen damit das errechnete Kursziel von 20,00 €.

## 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 anderen 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 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 Wertes 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, Aktienrückkäufe, 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: (5a,6a,11)**

#### **§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und/oder eine sonstige an der Studienerstellung beteiligte Person 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@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**

**Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**

**§ 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)