



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

**Ergebnisbelastungen durch Investitionen in künftiges
Wachstum; Rückkehr zu höheren Margenniveaus kurzfristig
möglich; Rating und Kursziel unverändert**

Kursziel: 25,00 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

USU Software AG^{*5a,6a,11}

HALTEN

Kursziel: 25,00 €
(bisher: 25,00 €)

aktueller Kurs: 23,80
01.12.2017 / XETRA-
Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 250,47
EnterpriseValue³: 237,25
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 34,6 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Dero Bank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 10

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

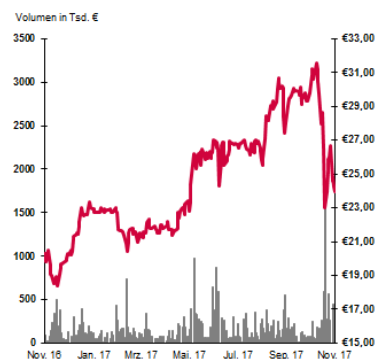
Mitarbeiter: 661 Stand: 30.09.2017

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

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

Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen für das strategische und operative IT- & Enterprise Servicemanagement. Kunden erhalten eine Gesamtsicht auf ihre IT-Prozesse sowie ihre IT-Infrastruktur und sind in der Lage, Services transparent zu planen, zu verrechnen, zu überwachen und zu steuern. Im Bereich Software-Lizenzmanagement gehört USU dabei zu den führenden Herstellern weltweit. Im Kompetenzfeld Digital Interaction bietet die USU Lösungen und Beratungsleistungen für die Digitalisierung von Geschäftsprozessen. Diese automatisieren Service-Abläufe und stellen Wissen aktiv für alle Kommunikations-Kanäle und Kundenkontaktpunkte in Vertrieb, Marketing und Kundenservice bereit. Das Portfolio der USU-Gruppe wird durch Software für Industrial Big Data sowie das Service-Segment mit Systemintegration und individuellen Anwendungen komplettiert. Zum internationalen Kundenkreis der USU-Gruppe gehören inzwischen über 800 Unternehmen, darunter beispielsweise Allianz, Baloise Group, BOSCH, BMW, Daimler, Deutsche Telekom, DEVK, EDEKA, Heidelberger Druckmaschinen, Jacobs Engineering, Jungheinrich, Poste Italiane, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	72,10	85,52	96,52	106,17
EBITDA	10,78	7,78	12,87	15,76
EBIT	8,30	5,65	11,00	13,89
bereinigtes EBIT	9,61	7,03	12,12	15,01
Jahresüberschuss	6,78	4,84	9,48	9,74

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,64	0,46	0,90	0,93
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,50	0,55

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,29	2,77	2,46	2,23
EV/EBITDA	22,00	30,49	18,44	15,06
EV/EBIT	28,59	41,98	21,57	17,08
EV/bereinigtes EBIT	24,69	33,74	19,58	15,81
KGV	36,92	51,72	26,43	25,72
KBV	3,94			

Finanztermine

30.03.18: Geschäftsbericht 2017
24.05.18: Q1-Bericht 2018
28.06.18: Hauptversammlung
31.08.18: Q2-Bericht 2018
22.11.18: Q3-Bericht 2018

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
01.09.2017: RS / 25,00 / HALTEN
30.05.2017: RS / 25,00 / HALTEN
03.04.2017: RS / 24,00 / KAUFEN
12.01.2017: RS / 24,00 / KAUFEN
25.11.2016: RS / 23,50 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Der Verlauf der ersten neun Monate 2017 war für die USU Software AG auf Umsatzebene leicht, auf Ergebnisebene jedoch etwas stärker unter den Erwartungen geblieben. Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 14,6 % auf 58,91 Mio. € (VJ: 51,39 Mio. €) wurde zwar ein neuer Umsatzrekordwert erwirtschaftet, die Gesellschaft hätte jedoch ein um ca. 1,5 Mio. € stärkeres Umsatzwachstum erzielen können. Dem stand aber der Umstand entgegen, wonach insbesondere bei ausländischen Kunden eine stärkere Nachfrage nach SaaS-Lösungen anstatt wie bisher nach Einzellizenzwerbungen vorherrschte. SaaS-Umsätze verteilen sich gleichmäßig über die Vertragslaufzeit, was zwar künftig einen höheren Anteil an wiederkehrenden Umsätzen bedeutet, kurzfristig jedoch mit fehlenden Lizenzumsätzen einhergeht. Das aufgezeigte Umsatzwachstum ist gemäß unseren Erkenntnissen maßgeblich organischer Natur. Die anorganischen Umsatzbeiträge stehen im Zusammenhang mit dem Erwerb der unitB (Erwerb: Januar 2017) und der USU SAS (Erwerb: Mai 2017).
- Trotz der erfolgten Umsatzausweitung lag das EBIT mit 0,70 Mio. € (VJ: 4,41 Mio. €) deutlich unterhalb des Vorjahreswertes. Gleiches gilt für das um akquisitorische Effekte bereinigte EBIT, welches sich ebenfalls auf 2,35 Mio. € (VJ: 5,34 Mio. €) reduziert hat. Ein maßgeblicher Belastungsfaktor findet sich im deutlichen Anstieg der Vertriebs- und Marketingaufwendungen, als Folge der deutlich intensiveren Vertriebsbemühungen in den internationalen Märkten (USA, Kanada, Frankreich, UK). Darüber hinaus sind Integrationsaufwendungen bei neu erworbenen Gesellschaften angefallen. Auch auf Personalebene hat die USU Software AG sowohl einen organischen als auch einen anorganischen Ausbau vorgenommen, um die Basis für das künftige Wachstum zu legen
- Mit Veröffentlichung der 9-Monatszahlen 2017 hat die Gesellschaft folglich eine Prognoseanpassung vorgenommen. Nunmehr werden Umsatzerlöse in Höhe von 83-86 Mio. € (bisher: 86-91 Mio. €) und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 6-8 Mio. € (bisher: 10-11,5 Mio. €) in Aussicht gestellt. Das Mittelfristziel eines Konzernumsatzes in Höhe von 140 Mio. € bei einem bereinigten EBIT in Höhe von 20 Mio. € soll im Geschäftsjahr 2021 und damit ein Jahr später als bisher erwartet eintreffen.
- Wir haben unsere Prognosen an die reduzierten Unternehmenserwartungen angepasst, wenngleich wir die größte Prognoseanpassung für das laufende Geschäftsjahr 2017 vorgenommen haben. Damit soll zum Ausdruck kommen, dass die Umstellung auf SaaS-Lösungen sich zwar zunächst in einer rückläufigen Umsatzentwicklung auswirken wird, mittelfristig wird dies jedoch zu einem Anstieg der wiederkehrenden Umsätze führen. Auch margenseitig sollte die USU Software AG schnell an die avisierten Niveaus zurückkehren. Das Fehlen außerordentlicher Belastungen sowie insbesondere ein stärkerer Anstieg der margenstarken ausländischen Umsätze (intensivierte Vertriebsbemühungen) sollten in den kommenden Jahren zu einem überproportionalen Ergebnisanstieg führen.
- Wir haben mittelfristig, aufgrund der genannten Gründe, eine leichte Erhöhung der Ergebnismargen im DCF-Bewertungsmodell vorgenommen. Diese Anpassung hat die leichte Prognosereduktion kompensiert, so dass wir das bisherige ermittelte Kursziel in Höhe von 25,00 € je Aktie unverändert lassen. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau in Höhe von 23,80 € vergeben wir damit weiterhin das Rating HALTEN.

INHALTSVERZEICHNIS

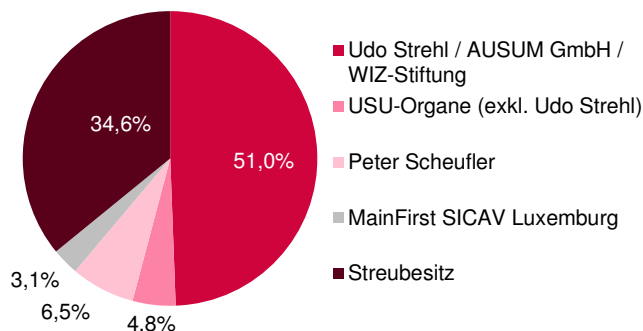
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung 9M 2017	5
Umsatzentwicklung 9M 2017	5
Ergebnisentwicklung 9M 2017	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2017	7
Prognose 2017 – 2019	8
Anhang	9

UNTERNEHMEN

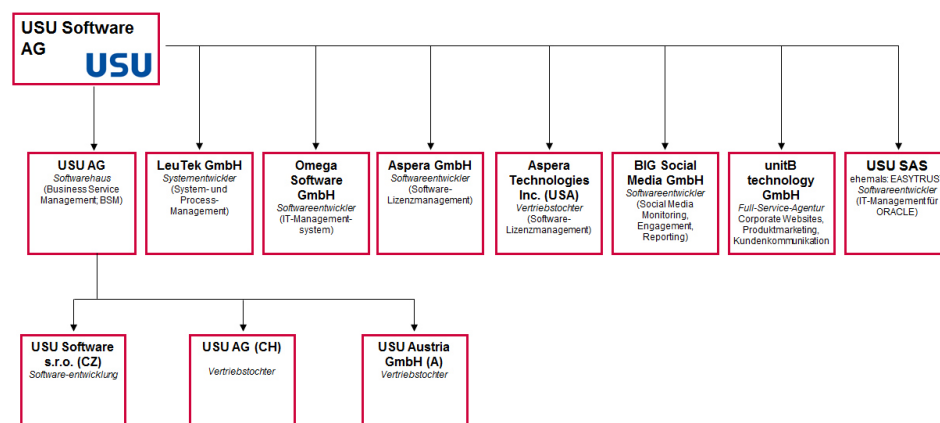
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	51,0%
USU-Organen (exkl. Udo Strehl)	4,8%
Peter Scheufler	6,5%
MainFirst SICAF Luxemburg	3,1%
Streubesitz	34,6%

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe (kurz: USU) umfasst derzeit elf inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften. In den vergangenen Geschäftsjahren wurde der Konsolidierungskreis im Zuge des anorganischen Wachstums stetig ausgeweitet. Nachdem in 2015 der SAP-Lizenzmanagementspezialist SecurIntegration GmbH erworben wurde (mittlerweile auf Aspera GmbH verschmolzen) erfolgte im Januar 2017 der Erwerb der Agentur unitB technology GmbH. Die in Berlin ansässige Agentur ist ein Anbieter von maßgeschneiderten Corporate Websites, Brand-Websites und Intranets und übernimmt dabei sowohl die strategische Beratung als auch die technologische Umsetzung. Mit dieser Akquisition wird die USU-Produktpalette horizontal ergänzt, wodurch künftig auch individuelle Online-Lösungen mit angeboten werden können. Darüber hinaus erfolgte in Mai 2017 der Erwerb der in Frankreich ansässigen EASYTRUST SAS (umfirmiert in USU SAS), womit die Präsenz im französischen Markt gesteigert werden soll. USU SAS ist ein Softwarehersteller im Bereich der automatischen Erkennung und Analyse von Hard- und Software (IT-Management), mit dem Produktschwerpunkt auf Soft- und Hardware im Umfeld großer Rechenzentren (Fokus: ORACLE). Im Rahmen der EASYTRUST-Integration erfolgt ebenfalls eine horizontale Ausweitung der USU-Produktpalette.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9M 2017

GuV in Mio. €	Q3 2016	Q3 2017	Δ Q3/Q3	9M 2016	9M 2017	Δ 9M/9M
Umsatzerlöse	17,36	20,04	+15,4%	51,39	58,91	+14,6%
davon Produkt	13,37	15,20	+13,7%	39,95	44,56	+11,5%
davon Service	3,94	4,66	+18,3%	11,28	14,13	+25,3%
EBITDA	2,41	0,97	-59,7%	6,31	2,75	-56,4%
EBITDA-Marge	13,9%	4,9%	-9,0Pp	12,3%	4,7%	-7,6Pp
EBIT	1,81	0,27	-84,9%	4,41	0,70	-84,1%
EBIT-Marge	10,4%	1,4%	-10,0Pp	8,6%	1,2%	-7,4Pp
bereinigtes EBIT	2,01	0,79	-61,0%	5,34	2,35	-56,0%
bereinigte EBIT-Marge	11,6%	3,9%	-7,7Pp	10,4%	4,0%	-6,4Pp
Periodenergebnis	1,66	0,02	-98,8%	3,92	-0,03	

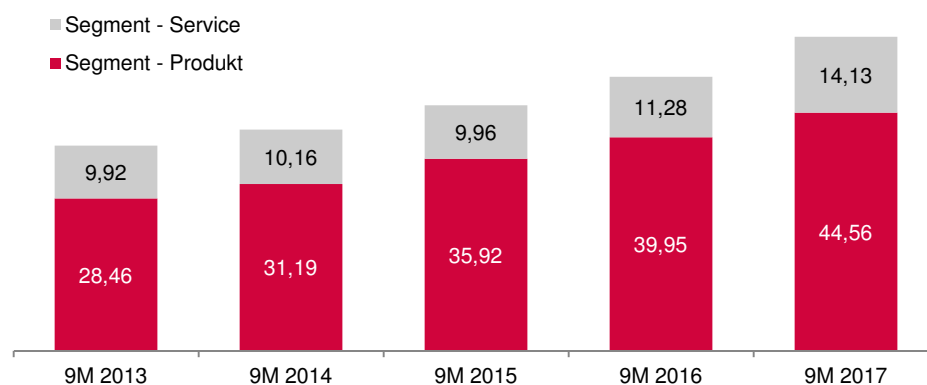
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 9M 2017

Auf Umsatzebene war die USU Software AG auch in den ersten neun Monaten 2017 in der Lage, das dynamische Umsatzwachstum fortzusetzen. Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 14,6 % auf 58,91 Mio. € (VJ: 51,39 Mio. €) wurde dabei zum 30.09.2017 ein neuer Umsatzrekordwert erwirtschaftet. Die erwartungsgemäß hohe Wachstumsdynamik beruht in erster Linie auf dem organischen Wachstum. Die anorganischen Umsatzbeiträge stehen im Zusammenhang mit den beiden erworbenen Gesellschaften unitB (Erwerb: Januar 2017) und USU SAS (Erwerb: Mai 2017).

Einem um ca. 1,5 Mio. € stärkeren Umsatzwachstum stand dabei der Umstand entgegen, dass insbesondere bei ausländischen Kunden eine stärkere Nachfrage nach SaaS-Lösungen anstatt dem Einzellizenzwerb vorherrschte. SaaS-Umsätze verteilen sich gleichmäßig über die Vertragslaufzeit und sorgen damit bei der künftigen Entwicklung für einen deutlich höheren Sockel an wiederkehrenden Erträgen. Im Gegenzug fehlen aber die Einmalzahlungen aus dem Erwerb von Lizenzen.

Segmentaufteilung der Umsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

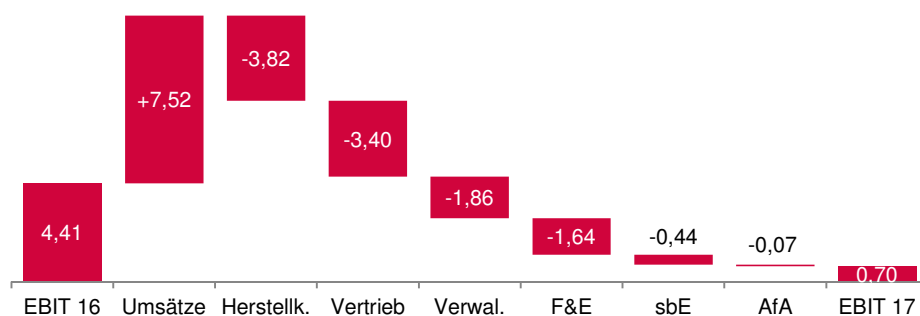
In beiden Unternehmenssegmenten „Produkt“ und „Service“ verzeichnete die USU Software AG sowohl organisches als auch anorganisches Wachstum und damit trugen beide Geschäftsbereiche zum Konzernwachstum bei.

Ergebnisentwicklung 9M 2017

Trotz der weiterhin deutlichen Umsatzsteigerung fiel das EBIT mit 0,70 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahreswerts in Höhe von 4,41 Mio. € aus. Dieser signifikante Ergebnisrückgang, welcher sich auch schon in den Vorquartalen abgezeichnet hatte, ist dabei stärker als erwartet ausgefallen. Ein maßgeblicher Belastungsfaktor findet sich im deutlichen Anstieg der Vertriebs- und Marketingaufwendungen, als Folge der deutlich intensiveren Vertriebsbemühungen in den internationalen Märkten (USA, Kanada, Frankreich, UK). Hierzu gehören neben der Stärkung des Partnergeschäfts vor allem Messe- und Konferenzbesuche, um die Vor-Ort-Präsenz zu steigern.

Es wird dabei ersichtlich, dass die um 7,52 Mio. € höheren Umsätze nahezu vollständig von einem Anstieg der Herstellkosten und der Vertriebskosten aufgezehrt wurden. Darüber hinaus legten auch die Verwaltungskosten sowie die F&E-Aufwendungen überproportional zum Umsatz zu.

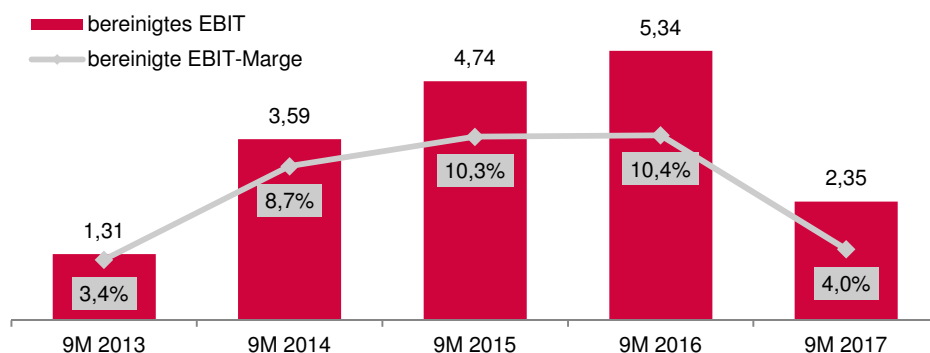
EBIT-Brücke 9M 2017 vs. 9M 2016 (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die insgesamt höheren operativen Kosten stehen dabei auch im Zusammenhang mit der Integration der beiden neu erworbenen Tochtergesellschaften. Neben den erforderlichen Produktzusammenführungen fand beispielsweise auf Personalebene ein im Vergleich zum Umsatz überproportionaler Anstieg um 20,3 % auf 661 Mitarbeiter (30.09.16: 528 Mitarbeiter) statt. Darüber hinaus war die USU Software AG von negativen Wechselkurseffekten (schwacher US-Dollar) betroffen, was sich ebenfalls ergebnisbelastend ausgewirkt hatte.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch beim um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinigten EBIT wurde infolge der erfolgten Investitionen der positive Trend der vergangenen Geschäftsjahre unterbrochen.

Auf dieser Grundlage hat die Gesellschaft beim Nachsteuerergebnis einen knapp negativen Wert in Höhe von -0,03 Mio. € (VJ: 3,92 Mio. €) ausgewiesen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2017

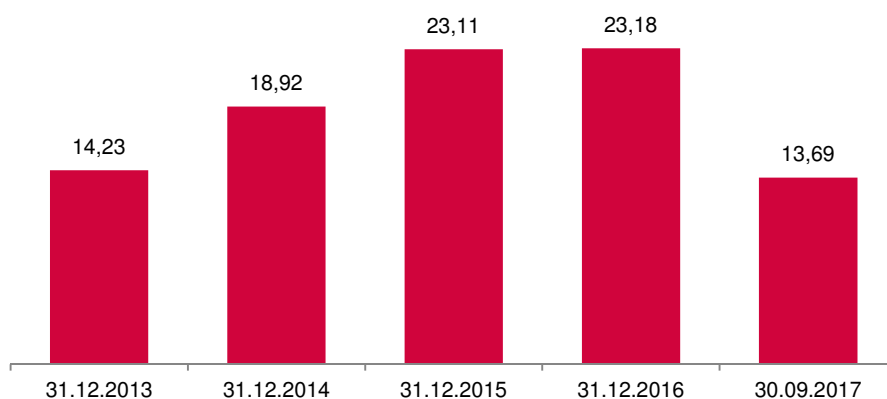
in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Eigenkapital	60,79	63,62	59,65
EK-Quote (in %)	68,2%	69,2%	65,3%
Operatives Anlagevermögen	45,09	43,82	53,77
Working Capital	-8,68	-4,37	-5,89
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	23,11	23,18	13,69
Cashflow - operativ	12,15	5,13	2,12
Cashflow - Investition	-4,90	-1,18	-7,22
Cashflow - Finanzierung	-6,38	-3,88	-4,21

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Veränderungen bei den Bilanzrelationen der USU Software AG stehen in erster Linie im Zusammenhang mit den beiden erfolgten Unternehmensakquisitionen. Einen besonderen Einfluss hatten die Erwerbe auf den deutlichen Anstieg des immateriellen Vermögens auf 8,88 Mio. € (31.12.16: 5,43 Mio. €) sowie auf die Erhöhung der Firmenwerte (Goodwill) auf 41,98 Mio. € (31.12.16: 35,58 Mio. €). Die Kaufpreisallokation ist bei der zuerst erworbenen unitB bereits erfolgt, während es bei der USU SAS noch Veränderungen geben kann.

Die Kaufpreiszahlung (abzüglich erworbener liquider Mittel) ist in Höhe von 6,28 Mio. € bereits erfolgt. Bei einem ergebnisbedingten rückläufigen operativen Cashflow auf 2,12 Mio. € (VJ: 4,22 Mio. €) sowie vor dem Hintergrund der im dritten Quartal 2017 erfolgten Dividendenzahlung in Höhe von 4,21 Mio. € reduzierten sich die liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) deutlich auf 13,69 Mio. € (31.12.16: 23,18 Mio. €). Unserer Ansicht nach verfügt der USU-Konzern nach wie vor über einen ausreichend hohen Liquiditätsbestand, um künftiges, auch organisches, Wachstum stemmen zu können. Bis zum Geschäftsjahresende 2017 rechnen wir mit einem wieder ansteigenden Cash-Bestand.

Liquide Mittel inkl. Wertpapiere (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

An den sehr soliden Bilanzverhältnissen der USU Software AG hat sich nichts verändert. Weiterhin verfügt die Gesellschaft über eine hohe EK-Quote in Höhe von 65,3 % (31.12.16: 69,2 %), bei gleichzeitig fehlenden Finanzverbindlichkeiten. Das Fremdkapital hat nahezu ausschließlich kurzfristigen Working Capital-Charakter.

PROGNOSE 2017 – 2019

GuV (in Mio. €)	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)	GJ 18e (alt)	GJ 18e (neu)	GJ 19e (alt)	GJ 19e (neu)
Umsatzerlöse	89,52	85,52	101,50	96,52	111,88	106,17
EBIT	10,12	5,65	12,33	11,00	14,68	13,89
EBIT-Marge	11,3%	6,6%	12,1%	11,4%	13,1%	13,1%
bereinigtes EBIT	11,29	7,03	13,44	12,12	15,79	15,01
bereinigte EBIT-Marge	12,6%	8,2%	13,2%	12,6%	14,1%	14,1%
Jahresüberschuss	8,69	4,84	10,62	9,48	10,29	9,74

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung der insbesondere auf Ergebnisebene unter den Erwartungen gebliebenen 9-Monatszahlen 2017 hat das Management der USU Software AG eine Prognoseanpassung vorgenommen. Die fehlenden Lizenzumsätze aus einer höheren Nachfrage nach SaaS-Lösungen und das damit hinter den Erwartungen gebliebene Auslandsgeschäft lassen nunmehr Umsatzerlöse in Höhe von 83 - 86 Mio. € (bisher: 86 - 91 Mio. €) erwarten. Die Guidance hinsichtlich des bereinigten EBIT wurde analog dazu auf eine Bandbreite in Höhe von 6 – 8 Mio. € (bisher: 10 – 11,5 Mio. €) reduziert. Neben den niedrigeren Umsatzerwartungen wurde das Ergebnisziel, insbesondere aufgrund der höheren Investitionen ins Auslandswachstum, reduziert. Das Mittelfristziel eines Konzernumsatzes in Höhe von 140 Mio. € bei einem bereinigten EBIT in Höhe von 20 Mio. € soll nunmehr im Geschäftsjahr 2021 und damit ein Jahr später als bisher erwartet eintreffen. Das Mittelfristziel enthält jedoch auch anorganische Wachstumsbestandteile.

Wir haben unsere Prognosen an die reduzierten Unternehmenserwartungen etwas angepasst, wenngleich wir die größte Prognoseanpassung für das laufende Geschäftsjahr 2017 vorgenommen haben. Damit soll zum Ausdruck kommen, dass sich die Umstellung auf SaaS-Lösungen zwar zunächst in einer rückläufigen Umsatzentwicklung auswirken wird, mittelfristig wird diese jedoch zu einem Anstieg der wiederkehrenden Umsätze führen. Zudem gehen wir davon aus, dass die erfolgten Investitionen in Marketing und Vertrieb zunehmend Früchte tragen werden. Gleiches gilt für den im laufenden Geschäftsjahr, als Vorbereitung für das kommende Unternehmenswachstum, erfolgte Personalausbau, welcher sich in den kommenden Perioden nur noch unterproportional entwickeln dürfte. Zudem werden die Integrationsaufwendungen und damit verbundenen Kosten für die neu erworbenen Gesellschaften im laufenden Geschäftsjahr größtenteils abgeschlossen sein. Die genannten Gründe sollten folglich in den kommenden Geschäftsjahren zu einer Rückkehr an die gewohnt deutlich höheren Margenniveaus führen.

Trotz der erfolgten Anpassungen, welche sich wie dargestellt im Zeitablauf abschwächen werden, ergeben sich beim Ergebnis des DCF-Bewertungsmodells keine Veränderungen gegenüber der bisherigen Researchstudie. Wir bestätigen daher den ermittelten fairen Wert je Aktie in Höhe von 25,00 €. Wir gehen davon aus, dass die USU Software AG künftig mittelfristig leicht höhere Margenniveaus aufweisen wird als bisher von uns angenommen. Die forcierten Investitionen in das Auslandswachstum dürften zu einer überproportionalen Ausweitung der vergleichsweise margenstärkeren Auslandsumsätze führen. Die leicht höheren Margen haben die negativen Effekte aus der Prognoseanpassung kompensiert, so dass wir das Kursziel unverändert lassen.

Nach wie vor notiert der Aktienkurs der USU Software AG mit aktuell 23,80 € im Bereich unseres Kursziels, weswegen wir das Rating HALTEN erneuern.

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 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 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 Studiererstellung 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.

§ 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), Marie-Curie-Str. 24-28, 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
Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 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