



Researchstudie (Anno)



USU Software AG

Fairer Wert: 4,64 €

Rating: Kaufen

Stand 31.03.2010

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19

USU Software AG *5

Kursziel: 4,64

aktueller Kurs: 3,61
29.3.2010 / Xetra

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,021

Marketcap³: 36,18

EnterpriseValue³: 23,37

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 31,2 %

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 20

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 269 Stand: 30.12.2009

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Quelle: BIS

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	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010e	31.12.2011e
Umsatz	33,98	34,05	37,20	39,80
EBITDA	2,29	2,55	3,36	3,90
EBIT	0,97	0,45	1,92	2,48
Jahresüberschuss	1,29	1,55	1,98	2,42

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,13	0,15	0,20	0,24
Dividende je Aktie	0,15	0,15	0,15	0,20

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,75	0,69	0,63	0,59
EV/EBITDA	11,14	9,18	6,96	6,00
EV/EBIT	26,36	51,58	12,19	9,44
KGV	27,96	23,40	18,25	14,93
KBV		0,79		

Finanztermine:

Datum: Ereignis

20.04.2010: SCF Small Cap Forum
21.05.2010: Veröffentlichung Q1-Bericht
15.07.2010: Hauptversammlung
19.08.2010: Veröffentlichung HJ-Bericht
18.11.2010: Veröffentlichung 9M-Bericht
09.12.2010: X. MKK

**letztes Research von GBC:

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating

17.11.2009: RS / 4,62 / KAUFEN
6.11.2009: RG / 4,62 / KAUFEN
21.9.2009: RS / 4,62 / KAUFEN
9.9.2009: RG / 4,62 / KAUFEN
25.8.2009: RS / 4,62 / 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.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Profil	3
Aktionärsstruktur.....	3
Konsolidierungskreis der USU Software AG.....	4
Produkte der USU Software AG.....	4

Markt und Marktumfeld

Markt und Marktumfeld.....	6
----------------------------	---

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick	7
Geschäftsentwicklung 2009.....	8
Umsatzentwicklung.....	8
Umsatzentwicklung International.....	9
Kostenbetrachtung	9
Ergebnisentwicklung	10
Bilanzielle und finanzielle Situation 2009.....	12
Entwicklung des Cashflow in	12
Prognose und Modellannahmen 2009.....	13
Umsatzprognosen.....	14
Ergebnisprognosen.....	14

Bewertung/ Fazit

Bestimmung der Kapitalkosten	15
Discounted Cashflow-Modell.....	16
Fazit	17

Anhang

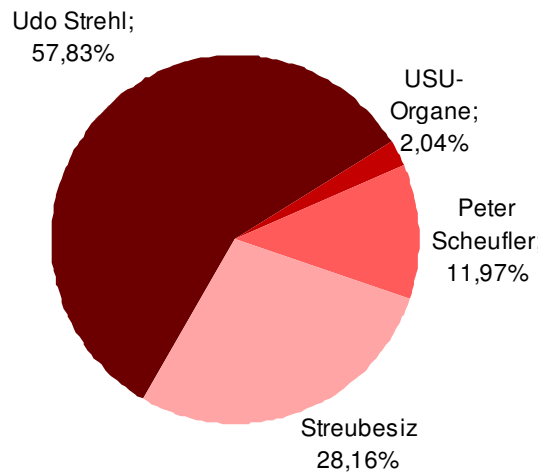
Disclaimer und Haftungsausschluss	18
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	20

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	31.03.2008	31.03.2009	31.03.2010
Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung	55,3 %	56,1 %	57,8 %
USU-Organen	1,0 %	2,0 %	2,0 %
Peter Scheufler	11,6 %	11,6 %	12,0 %
eigene Anteile	0,5 %	3,0 %	-
Streubesitz	31,6 %	27,3 %	28,2 %

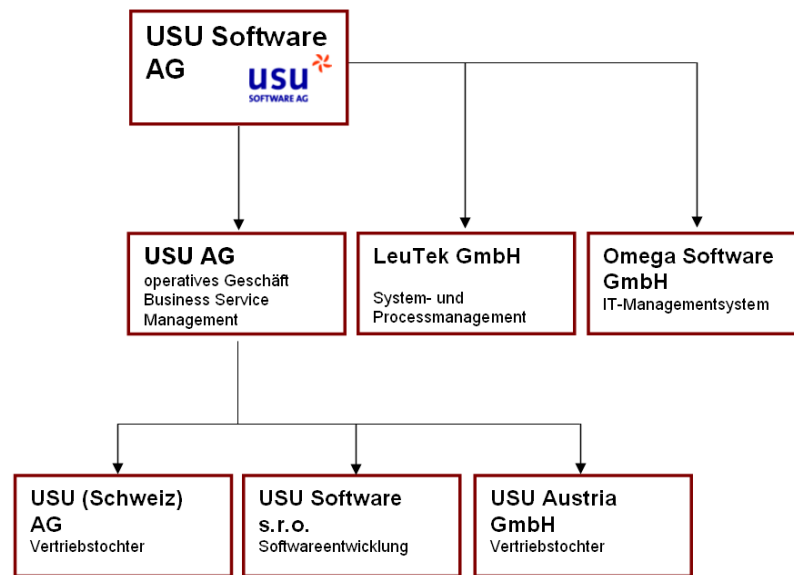
Aktionärsstruktur 2010



Quelle: USU Software AG

Konsolidierungskreis der USU Software AG

Die USU Software AG ist als Konzerngesellschaft direkt oder indirekt an sechs inländischen und europäischen Tochtergesellschaften beteiligt. Dabei ist im Vorjahresvergleich die Gründung der eigenen Landesgesellschaft USU Austria GmbH in Wien erwähnenswert. Unterstrichen wird damit das Internationalisierungsbestreben der USU Software AG, da über die neue Landesgesellschaft eine nahe Adressierung in attraktiven Zielmärkten wie Tschechien, Slowakei, Polen, Slowenien, Ungarn, Kroatien sowie auch Russland möglich wird.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Produkte der USU Software AG

Business Service Management (BSM)

Mit der Produktsuite *Valuation* werden die zentralen Aspekte des Business Service Management abgedeckt. Die kostenoptimale und effiziente Einbindung der IT in die Geschäftsprozesse und in die Wertschöpfungskette eines Unternehmens können dabei als oberste Ziele des BSM angesehen werden. Verschiedene Aspekte spielen in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle. So sind die Überwachung und Absicherung geschäftskritischer Prozesse, die Verfügbarkeit und Qualität von IT-Services und die Erhöhung der Sichtbarkeit des Wertschöpfungsbeitrages der IT als wichtige Bestandteile zu nennen. Mit der Produktsuite *Valuation* können dabei die USU-Kunden auf eine umfassende und modular aufgebaute Lösung zurückgreifen. IT Infrastructure Management, IT Service & Change Management, IT Event & Availability Management sowie das IT Finance Management sind die Kernbestandteile der Produktsuite *Valuation*.

In 2009 stand die Entwicklung des neuen Release 3.6 im Vordergrund. Mit einer verbesserten grafischen Oberfläche sowie Performanceverbesserungen stellt das neue Release eine Weiterentwicklung der bestehenden Produktsuite dar.

Business Case



Bereits seit 2007 verfügt das ZDF mit dem CMDB-System der USU Software AG über eine einheitliche und zentrale Informationsquelle aller technischen Daten sämtlicher IT-Systeme. In der abgelaufenen Berichtsperiode hat das ZDF zudem das ZIS-/ZISGUI-System der USU-Tochter LeuTek GmbH erfolgreich implementiert.

Knowledge Business

Der Bereich des Knowledge Business ist ein Kernbestandteil des USU-Leistungsspektrums. Mit den so genannten Knowledge Business Solutions der USU-Gruppe kann Wissen im Unternehmen schnell und effizient nutzbar gemacht werden. Das Kernprodukt dieses Bereiches ist das *USU KnowledgeCenter*, eine modular aufgebaute und webbasierte Produktsuite für die Informationsbereitstellung in wissensintensiven Geschäftsprozessen.

Ein wichtiges Modul des USU KnowledgeCenter ist der *USU KnowledgeMiner*, welcher im Grunde eine sehr leistungsfähige Suchmaschine darstellt. Adressiert werden Unternehmen, die schnell auf strukturierte und unstrukturierte Informationen zurückgreifen müssen und einen großen Bedarf einer schnellen Informationsversorgung haben. *USU KnowledgeBase*, ein einfaches und effizientes Dokumentenverwaltungssystem sowie der *USU KnowledgeGuide*, ein System zur Fehlerdiagnose und Lösungssuche mit Hilfe so genannter dynamischer Entscheidungsbäume, komplettieren das Angebot der USU Software AG.

Business Case



Seit 2009 hat die Baudirektion Kanton Zürich die Wissensmanagement-Technologie USU KnowledgeCenter implementiert. Über die Pflege standardisierter Dokumente kann hier bei der Informationssuche aktiv die Bearbeitungszeit reduziert und somit eine Entlastung des Bearbeitungsprozesses erzielt werden.

Business Solutions

Die Konzeption, Entwicklung und Wartung innovativer Wissensportale und Individuallösungen werden in diesem Produktbereich der USU Software AG gebündelt. Mit Hilfe von Wissensportalen werden dabei Arbeitsabläufe gezielt mit Informationen unterstützt und neue Möglichkeiten der Wertschöpfung aufgezeigt. Über die angebotene Dienstleistung hinaus können die Kunden der USU-Gruppe dabei auch auf *Individuallösungen* zurückgreifen. Auch hier wird die gesamte Umsetzung, von der Konzeption über die Entwicklung bis zum Betrieb, abgedeckt. Flankiert wird dies durch die Technologieberatung, die bei der *Prozess- und Systemintegration* ansetzt.

Business Case



Kochlöffel hat sich für das Angebot der USU AG, bestehend aus einer Portal-Komponente, einer Wissensdatenbank und einem intelligenten Such-Modul entschieden. Mit Hilfe dessen können Informationen zentral und standardisiert weitergegeben und verwaltet werden.

Wichtige Referenzkunden der USU Software AG



BOSCH



DAK

Unternehmen Leben

DAIMLER



LANXESS
Energizing Chemistry



Deutsche Telekom **T**



Markt und Marktumfeld

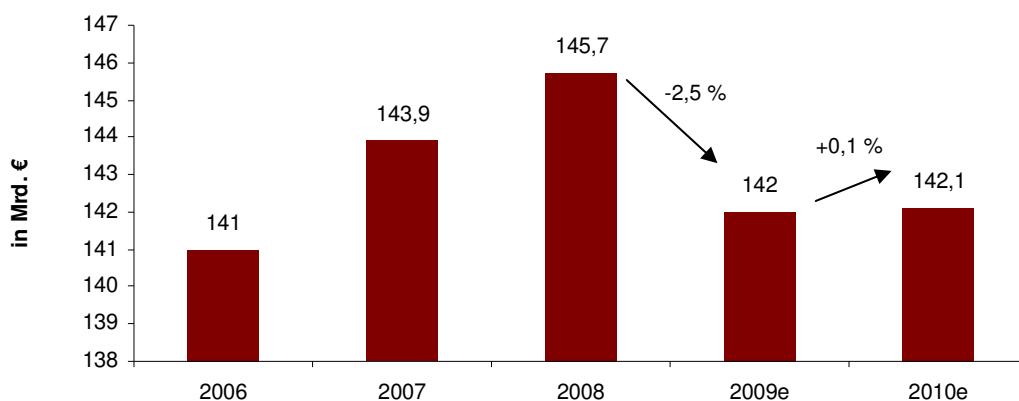
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Nach dem wirtschaftlich schwersten Krisenjahr der Nachkriegsgeschichte befindet sich die Deutsche Wirtschaft in einer Phase der Bodenbildung, der nach Meinung führender Wirtschaftsinstitute ein leichter Wirtschaftsaufschwung folgen dürfte. Doch zunächst zeigt die Erholung der deutschen Wirtschaft noch Schwächen. So stagnierte im vierten Quartal 2009 das Bruttoinlandsprodukt (BIP) mit einem Wachstum von 0,0 % auf dem Niveau des Vorquartals und setzt damit den zuvor gesehenen Aufwärtstrend der Vorquartale nicht fort. Trotz dieser Verlangsamung dürfte jedoch Deutschland im laufenden Jahr 2010 überdurchschnittlich zulegen. In erster Linie hierfür sollten sich die privaten und staatlichen Ausgaben aber auch eine Zunahme der Bauinvestitionen, eine Stabilisierung der Industrieproduktion sowie der Anstieg der Auftragseingänge verantwortlich zeigen. In 2009 hat sich das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland um 5,0 % verringert, für 2010 wird ein Wachstum von 1,5 % erwartet.

IT-Markt

Vor diesem Hintergrund zeigt der deutsche IT-Markt eine geringere rückläufige Entwicklung auf. Der Bundesverband der Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) geht in seiner aktuellen Veröffentlichung auf Gesamtjahressicht 2009 von einer unterproportionalen Reduktion des Marktvolumens in Höhe von 2,5 % aus. Für 2010 erwartet der Branchenverband ein leichtes Marktwachstum von 0,1 % auf 142,1 Mrd. €, welches damit den aktuellen Abwärtstrend beenden sollte.

ITK-Marktzahlen (2006 - 2010e)



Quelle: BITKOM, GBC

Die Entwicklung der gesamten IT-Branche, die im Krisenjahr 2009 gegen schwindende Budgets und teilweise Projektstillstände ankämpfen musste, sollte dabei im laufenden Jahr 2010 von den gesamtwirtschaftlichen Erholungstendenzen profitieren. Das Marktforschungsinstitut Gartner, welches für 2009 eine globale Reduktion der IT-Ausgaben in Höhe von geschätzten 6 % sieht, prognostiziert in diesem Zusammenhang für 2010 wieder einen weltweiten Anstieg der IT-Ausgaben in Höhe von 5 % auf 3,4 Billionen US-Dollar.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2008	in %	GJ 2009	in %	GJ 2010e	in %	GJ 2011e	in %
Umsatzerlöse	33,977	100,00 %	34,048	100,00 %	37,200	100,00 %	39,804	100,00 %
Herstellungskosten	-17,398	-51,21 %	-17,554	-51,56 %	-19,121	-51,40 %	-20,419	-51,30 %
Bruttoergebnis	16,579	48,79 %	16,494	48,44 %	18,079	48,60 %	19,385	48,70 %
Marketing- und Vertriebskosten	-6,077	-17,89 %	-5,891	-17,30 %	-6,473	-17,40 %	-6,886	-17,30 %
Allg. Verwaltungskosten	-2,991	-8,80 %	-2,762	-8,11 %	-3,050	-8,20 %	-3,304	-8,30 %
F & E - Kosten	-5,327	-15,68 %	-5,636	-16,55 %	-5,600	-15,05 %	-5,750	-14,45 %
Afa auf immaterielles Vermögen	-0,825	-2,43 %	-0,728	-2,14 %	-0,750	-2,02 %	-0,730	-1,83 %
Afa auf Firmenwert	-0,124	-0,36 %	-0,998	-2,93 %	-0,300	-0,81 %	-0,300	-0,75 %
Sonstige betriebliche Erträge	0,372	1,09 %	0,042	0,12 %	0,250	0,67 %	0,280	0,70 %
Sonst. betr. Aufwendungen	-0,640	-1,88 %	-0,068	-0,20 %	-0,240	-0,65 %	-0,220	-0,55 %
EBIT	0,967	2,85 %	0,453	1,33 %	1,916	5,15 %	2,475	6,22 %
Zinserträge	0,750	2,21 %	0,437	1,28 %	0,460	1,24 %	0,410	1,03 %
Zinsaufwendungen	-0,242	-0,71 %	-0,116	-0,34 %	-0,098	-0,26 %	-0,100	-0,25 %
Steueraufwendungen	-0,181	-0,53 %	0,772	2,27 %	-0,296	-0,80 %	-0,362	-0,91 %
Konzernjahresüberschuss	1,294	3,81 %	1,546	4,54 %	1,982	5,33 %	2,423	6,09 %

EBITDA	2,29		2,55		3,36		3,90
in %	6,7		7,5		9,0		9,8
EBIT	0,97		0,45		1,92		2,48
in %	2,9		1,3		5,2		6,2
Ergebnis je Aktie in €	0,13		0,15		0,20		0,24
Dividende je Aktie in €	0,15		0,15		0,15		0,20

Ausgewählte Bilanzkennzahlen (in Mio. €) IFRS*	Bilanzstichtag: 31.12.2008	Bilanzstichtag: 31.12.2009
Operatives Anlagevermögen	33,514	38,831
Working Capital	1,724	1,239
Nettovermögen	10,683	12,811
Zinsbare Verbindlichkeiten	0,203	0,350
Finanzvermögen	10,886	13,161
Eigenkapitalquote in %	84,8	85,7
Gezeichnetes Kapital	10,335	10,021
Aktienanzahl	10,185	10,021
Bilanzsumme	54,153	53,530

* gemäß Berechnungen GBC

Geschäftsentwicklung 2009

In Mio. €	2008	Δ 2008/2009	2009
Umsatz	33,98	+0,2 %	34,05
davon Umsatz - Produkt	22,32	+2,2 %	22,82
davon Umsatz - Service	11,62	-3,6 %	11,20

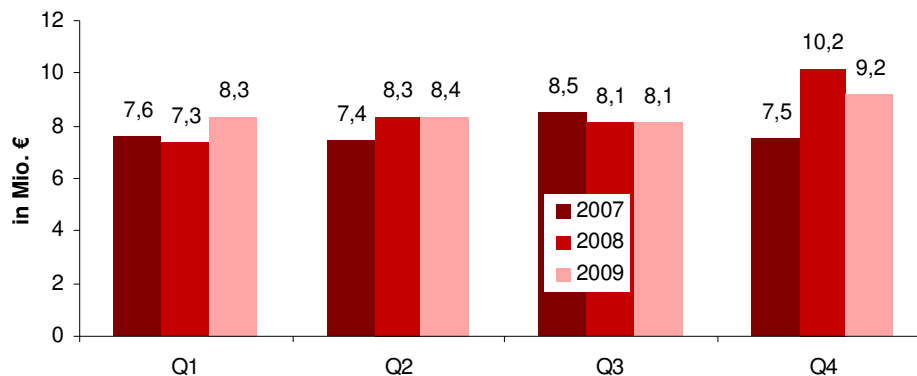
Quelle: USU Software AG, GBC

Umsatzentwicklung - stabile Entwicklung bei einem verschärften Preiswettbewerb

Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2009 hat die USU Software AG die eigenen Prognosen erfüllt und konnte erneut mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 0,2 % über der allgemeinen Entwicklung der IT-Branche (-2,5 %) liegen. Die Gesamtumsätze auf Jahresbasis konnten dabei von 33,98 Mio. € (2008) auf 34,05 Mio. € (2009) gesteigert werden.

Den wesentlichen Beitrag zu dieser guten Entwicklung wird dabei dem Hauptumsatzträger der Gesellschaft, dem Produktgeschäft, zugesprochen. Dieses Segment bildet die Umsätze des Business Service Management und des Knowledge Management ab. Dieses konnte aufgrund eines guten Beratungs- und Wartungsgeschäftes vom Vorjahreswert in Höhe von 22,32 Mio. € um 2,2 % auf 22,82 Mio. € angehoben werden. Das zweite Geschäftsfeld, das Servicegeschäft, bündelt die beratungsbezogenen Umsatzerlöse. Hier weist die USU Software AG einen leichten Rückgang von 11,62 Mio. € (2008) auf 11,20 Mio. € auf. Dieser ist darauf zurückzuführen, dass USU Software AG sich im Umfeld eines anziehenden Preiswettbewerbes in der Lage befand, margenschwache Aufträge nicht annehmen zu müssen.

Quartalsumsatzentwicklung

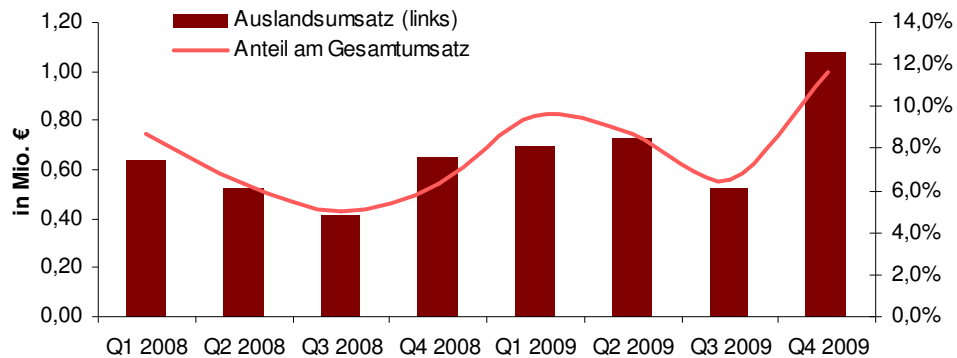


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im unterjährigen Vergleich liefert das vierte Quartal typischerweise die höchsten Umsatzbeiträge. Dementsprechend zeigte sich auch das Q4 2009 mit Umsatzerlösen in Höhe von 9,22 Mio. € von einer besonders dynamischen Seite. Im Vergleich zum Vorjahr reduzierten sich jedoch die Jahresendumsätze von 10,17 Mio. € (Q4 2009) auf 9,22 Mio. € um 9,3 %. Ähnlich zur Gesamtjahresbetrachtung blieben auch hier die Erlöse des Servicesegments mit 2,73 Mio. € um 14,9 % deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus von 3,20 Mio. €. Die Auswirkungen des bereits angesprochenen verschärften Preiswettbewerbes und von Projektverschiebungen wirkten sich demnach besonders auf das letzte Quartal aus.

Umsatzentwicklung International - signifikante Verbesserung in Q4 2009

Auslandsumsätze 2008-2009



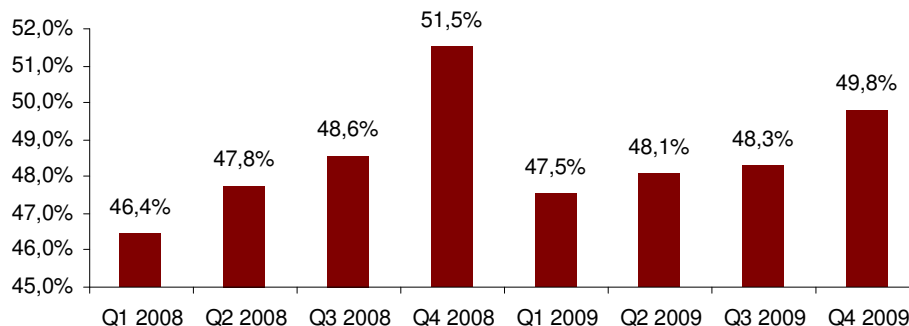
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf Gesamtjahresbasis erzielte die Gesellschaft Umsätze aus dem internationalen Geschäft in Höhe von 2,85 Mio. €. Diese konnten somit gegenüber dem Vorjahr um 24,4 % (2008: 2,29 Mio. €) angehoben werden. Besonders gut sichtbar wird das Internationalisierungsbestreben der Gesellschaft im Q4 2009, welches von 0,65 Mio. € (Q4 2008) auf 1,08 Mio. € gegenüber dem Vorjahr einen signifikanten Umsatzzuwachs verzeichnete. Aufgrund ausgeweiteter Vertriebsaktivitäten mit internationalen Partnern, insbesondere in Europa, aber auch im Nahen Osten und in Asien, konnten die ersten Erfolge realisiert werden. Es ist zudem positiv anzumerken, dass die internationalen Umsätze besonders margenstark sind, da hier im ersten Schritt Lizenzumsätze erzielt werden. Die Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft soll dabei auch in den kommenden Jahren im verstärkten Fokus liegen. Eigens hierfür wurde das Vertriebsteam durch einen neuen, international erfahrenen Vertriebsvorstand, Sven Wilms, verstärkt.

Kostenbetrachtung - leichte Reduktion durch straffe Kostenstruktur

Auf Gesamtjahresbasis stiegen die Herstellkosten des Umsatzes, die gleichzeitig den größten Kostenblock der Gesellschaft darstellen, von 17,40 Mio. € (2008) um 0,9 % auf 17,55 Mio. € nur marginal an. Als Folge der leicht überproportionalen Entwicklung dieser Kostenposition reduzierte sich das Bruttoergebnis vom Umsatz von 16,58 Mio. € (2008) um 0,5 % leicht auf 16,50 Mio. €. Die korrespondierende Ergebnismarge in Höhe von 48,4 % liegt demnach ebenfalls leicht unter dem Vorjahreswert von 48,8 %. Die Quartalsentwicklung der Bruttomarge im Geschäftsjahr 2009 zeigt mit einem Anstieg zum letzten Quartal hin auf 49,8 % eine für die USU Software AG typische Entwicklung auf. Hier wird ein stärker werdendes Lizenzgeschäft im Verlauf der vier Quartale abgebildet.

Entwicklung der Rohertragsmarge



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Reduzieren konnte die USU Software AG im Geschäftsjahr 2009 die Marketing- und Vertriebskosten von 6,07 Mio. € (2008) auf 5,89 Mio. € um 3,1 %. Rückläufige Kosten für Messen, Veranstaltungen und Werbung führten zu einer auf den Umsatz bezogenen Kostenquote von 17,3 % (2008: 17,9 %). Im Verwaltungsbereich zahlt sich die schlanke Organisationsstruktur der Gesellschaft aus. Hier konnten die Kosten ebenfalls von 2,99 Mio. € (2008) auf 2,76 Mio. € um 7,7 % reduziert werden.

Die Weiterentwicklung und Innovation der bestehenden Produktpalette stellt nach wie vor einen wichtigen Strategiebaustein der Gesellschaft dar. In diesem Zusammenhang stiegen in der abgelaufenen Berichtsperiode, mit der Optimierung der Konzernprodukte Valuation, Knowledge Center, dem ZIS-System sowie myCMDB, die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen auf 5,64 Mio. € an. Im Vorjahr lagen diese mit 5,33 Mio. € um 5,8 % unterhalb des aktuellen Wertes. Da ein Teil der Entwicklungsmannschaft der USU Software AG zudem in der tschechischen USU Software s.r.o. angesiedelt ist, unterlag der Personalkostenanstieg den Wechselkurseinflüssen der im Jahresverlauf stärker werdenden Tschechischen Krone zum Euro.

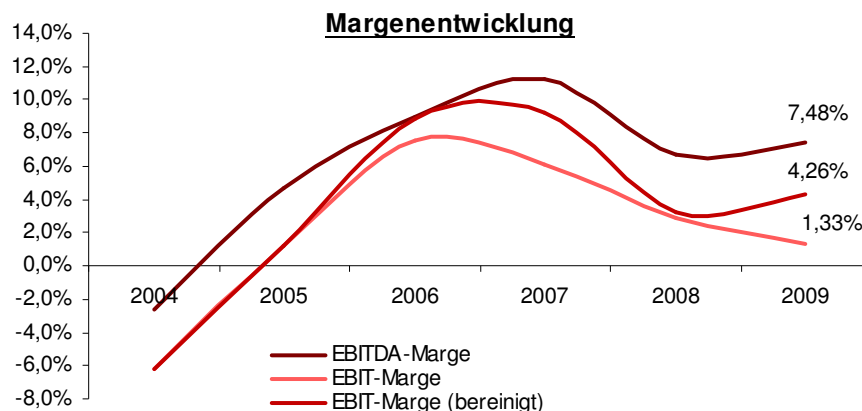
Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträge stiegen in Summe vom Vorjahreswert von -0,27 Mio. € auf -0,03 Mio. € an. Ein Vergleich zum Vorjahreswert ist jedoch aufgrund eines negativen Steuereffektes in 2008 in Höhe von 0,50 Mio. € nicht aussagekräftig.

Ergebnisentwicklung - Anstieg der Ergebnisqualität

In Mio. €	2008	Δ 2008/2009	2009
EBITDA	2,29	+11,3 %	2,55
EBIT	0,97	-53,2 %	0,45
EBIT (bereinigt)	1,09	+33,1 %	1,45
Konzernergebnis	1,29	+19,5 %	1,55
EPS in Euro	0,13	+19,5 %	0,15

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die eben dargestellte rückläufige Kostenausprägung der abgelaufenen Berichtsperiode hat in Summe zu einem Anstieg des EBITDA von 2,29 Mio. € (2008) um 11,3 % auf 2,55 Mio. € geführt. Dementsprechend erfreulich verlief auch die auf den Umsatz bezogene EBITDA-Marge, die von 6,7 % auf 7,5 % gesteigert werden konnte. Auch hier kann das Q4 2009 mit einer hohen Ergebnisqualität aufwarten. In diesem Zeitraum erzielte die Gesellschaft ein EBITDA in Höhe von 1,19 Mio. € mit einer korrespondierenden EBITDA-Marge in Höhe von 12,9 %.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aufgrund der positiven Ergebnisentwicklung und der zukünftig erwarteten Ertragssteigerungen bei der Tochtergesellschaft USU AG, mussten gemäß den Regelungen des IFRS neue aktive latente Steuern auf steuerliche Verlustvorträge in Höhe von 1,00 Mio. € (2008: 0,12 Mio. €) ertragswirksam gebildet werden. Der ausgewiesene Betrag richtet sich dabei nach dem prognostizierten steuerlichen Gewinn der USU AG in den Geschäftsjahren 2010 und 2011. In diesem Zusammenhang wurde eine aufwandswirksame Goodwill-Abschreibung bei der USU Software AG in gleicher Höhe (1,00 Mio. €) erforderlich. Dieser Vorgang stellt eine Sonderbelastung dar und wird in den Folgejahren aller Wahrscheinlichkeit nach zu weiteren nicht liquiditätswirksamen Goodwill-Abschreibungen führen. Auf das Nachsteuerergebnis hat dieser Sondereffekt keine Auswirkung, da der Abschreibungsbetrag durch die Bildung der dazugehörigen aktiven latenten Steuern vollständig aufgefangen wird. Konzernweit summieren sich damit die Abschreibungen der USU Software AG auf 2,09 Mio. €, ein Betrag der gegenüber dem Vorjahr um 58,4 % deutlich angestiegen ist (2008: 1,32 Mio. €).

Der eben dargestellte Vorgang hat damit das EBIT vom Vorjahreswert in Höhe von 0,97 Mio. € auf 0,45 Mio. € um 53,2 % deutlich reduziert. Bereinigt man beide Kennzahlen um den angefallenen Sondereffekt, so erzielte die USU Software AG einen EBIT-Anstieg von 1,09 Mio. € (2008) um 33,1 % auf 1,45 Mio. €.

Traditionell kann die USU Software AG aufgrund der guten Finanzmittelausstattung mit dem Finanzergebnis einen positiven Wertbeitrag generieren. Auch dieses Jahr summiert sich das Finanzergebnis auf 0,32 Mio. €.

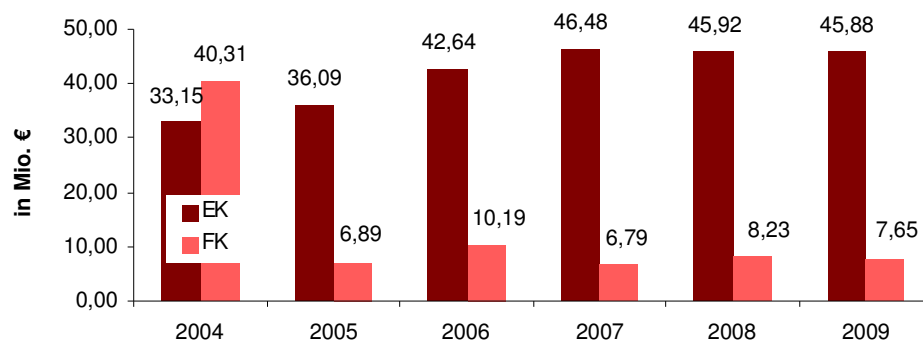
In Summe weist die Gesellschaft in 2009 einen Steuerertrag in Höhe von 0,77 Mio. € aus, der maßgeblich durch die Bildung aktiver latenter Steuern auf steuerliche Verlustvorträge beeinflusst wurde. Auch ohne diesen Sondereffekt kann die Steuerquote der Gesellschaft als niedrig angesehen werden, denn die inländischen Verlustvorträge, belaufen sich auf 37,71 Mio. €. Dieser Betrag stellt unseres Erachtens ein wichtiges Asset dar und wird auch in den kommenden Jahren zu einer geringen Steuerquote führen. Die Steuerbelastung des Vorjahres beläuft sich auf 0,18 Mio. €.

Demnach stieg der Jahresüberschuss (EAT) von 1,29 Mio. € um 19,5 % auf 1,55 Mio. € an. Dies entspricht einem Anstieg des Ergebnisses je Aktie (EPS) von 0,13 € auf 0,15 €. Weiterhin sieht sich die Gesellschaft in der Lage, an ihrer Dividendenkontinuität festzuhalten. Nachdem im Vorjahr 0,15 € je Aktie ausgeschüttet wurden, wird der gleiche Betrag auch auf der diesjährigen Hauptversammlung vorgeschlagen werden.

Bilanzielle und finanzielle Situation 2009 - hohe Liquidität; EK-Quote von 84,8 %

Das bilanzielle Bild der USU Software AG zeigt eine sehr solide Ausprägung auf. Ein Eigenkapital in Höhe von 45,88 Mio. € (2008: 45,92 Mio. €) und eine dazugehörige Eigenkapitalquote von 85,7 % (2008: 84,8 %) dominieren auch im abgelauenen Geschäftsjahr 2009 die Passivseite der Bilanz. Die marginalen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr lassen sich auf den Einzug der eigenen Aktien, der sich in einer Minderung des gezeichneten Kapitals, der Kapitalrücklage sowie in einer Eliminierung der eigenen Anteile auswirkte. Das Fremdkapital minderte sich vom Vorjahreswert in Höhe von 8,23 Mio. € auf 7,65 Mio. €.

Entwicklung der Bilanzstruktur

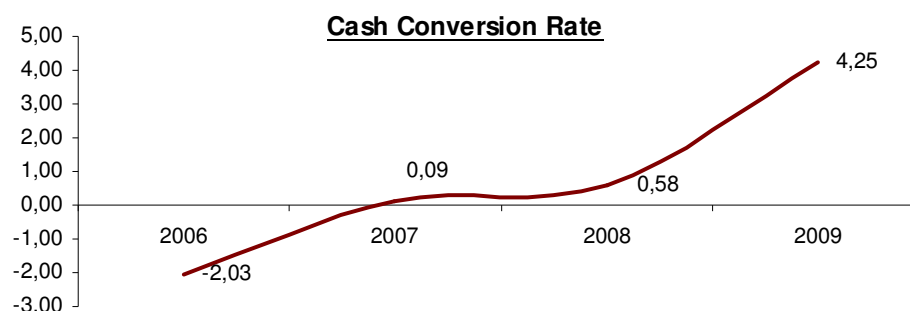


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf der Aktivseite war die Entwicklung des langfristigen Vermögens maßgeblich durch die Abschreibungen auf immaterielles Vermögen und auf Goodwill beeinflusst. Zum Vorjahr reduzierte sich das langfristige Vermögen von 34,86 Mio. € (2008) auf 34,10 Mio. €. Das Umlaufvermögen stieg hingegen vor allem aufgrund der verbesserten Liquidität von 19,30 Mio. € (2008) auf 19,43 Mio. € leicht an. Die USU Software AG verfügt zum Geschäftsjahresende über liquide Mittel in Höhe von 10,89 Mio. € und damit einem Bruttocash je Aktie in Höhe von 1,09 €. Die Vorjahreswerte lagen bei 9,54 Mio. € respektive bei 0,94 €.

Entwicklung des Cashflow- deutlicher Anstieg der Cash Conversion Rate

Aufgrund eines straffen Working Capital - Management ist die USU Software AG in der Lage, einen deutlichen Anstieg des operativen Cashflows auszuweisen. Insgesamt steigerte sich der operative Cashflow von 1,81 Mio. € (2008) deutlich auf 4,04 Mio. €. Der Cashflow aus Investitionstätigkeit stieg hauptsächlich durch die Veräußerung von Wertpapieren in Höhe von 3,62 Mio. € auf 2,54 Mio. € (2008: -1,07 Mio. €) an. Insgesamt konnte damit der Freie Cashflow von 0,75 Mio. € deutlich auf 6,57 Mio. € angehoben werden. Diese Entwicklung reiht sich in den Trend der letzten Jahre ein. Der Gesellschaft gelang es, in den letzten Geschäftsjahren die Cash-Conversion-Rate sukzessive auf den derzeitigen Wert von 4,25 anzuheben.



Prognose und Modellannahmen 2009 - weitere Ergebnis- und Margensteigerungen erwartet

In Mio. €	2009	2010e alt	2010e neu	2011e
Umsatz (netto)	34,05	37,10	37,20	39,80
EBITDA	2,55	3,33	3,36	3,90
EBITDA-Marge	7,5 %	8,8 %	9,0 %	9,8 %
EAT (Jahresüberschuss)	1,55	1,98	1,98	2,42
EAT-Marge	4,5 %	5,3 %	5,3 %	6,1 %

Quelle: GBC AG

Umsatzprognosen - Entwicklung besser als der Markt erwartet

Führende Wirtschaftsinstitute erwarten für Deutschland nach dem konjunkturell herausfordernden Jahr 2009 (BIP-Rückgang: -5,0 %) wieder eine Entspannung der Lage, die nach aktuellen Prognosen in einem Wirtschaftswachstum in Höhe von 1,5 % ihren Ausdruck finden sollte. Vor diesem Hintergrund präsentierte der deutsche IT-Markt in 2009 mit einer unterproportionalen Reduktion des Branchenvolumens in Höhe von 2,5 % eine als stabil einzuschätzende Entwicklung auf. Auf dieser Basis und vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Entspannung dürfte es im laufenden Jahr mit einem prognostizierten leichten Anstieg des Branchenvolumens in Höhe von 0,1 % zu einer Trendwende kommen. Positiv schätzen wir dabei die Entwicklung der für die USU Software AG wichtigen Teilmärkte IT-Services (+2,5 %) sowie Software (+0,5 %) ein. Weiterhin maßgeblich für den Erfolg der Gesellschaft sind auch die internationalen Vorzeichen des IT-Marktes. EITO erwartet in diesem Zusammenhang in Europa ein leichtes Marktwachstum in Höhe von 0,6 %.

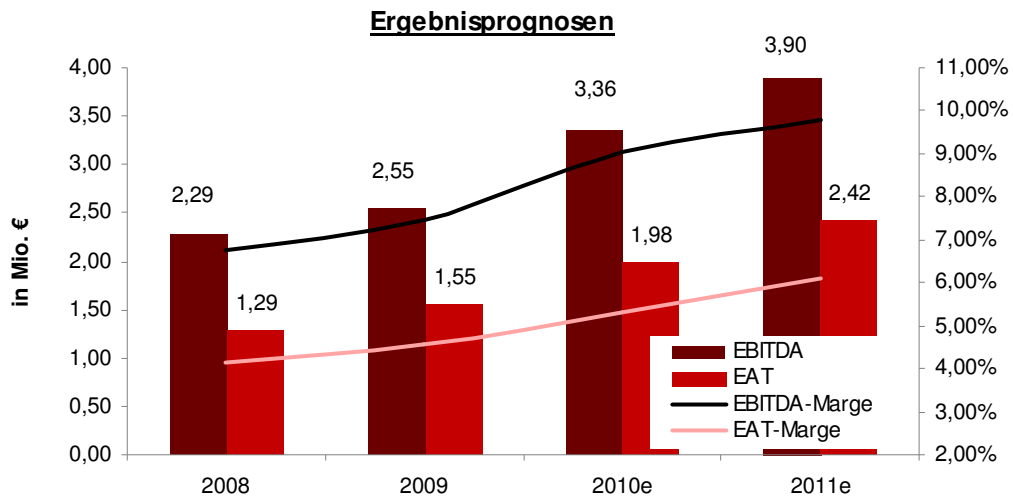
Unseres Erachtens ist die USU Software AG gut aufgestellt, um von diesen Vorgaben gut profitieren zu können. In diesem Zusammenhang dürfte das Lizenz- und Wartungsgeschäft im Inland gut zum Umsatzwachstum beitragen. Einen besonderen Stellenwert sprechen wir hier der Markteinführung neuer Produktversionen im Business Service Management-Bereich und im Bereich des Knowledge Business zu. Hiermit sollte die Gesellschaft die margenstarken Lizenz- und Wartungsumsätze anheben können.

Als sehr wichtig für die künftige Entwicklung erachten wir zugleich das internationale Geschäft der USU Software AG, welches bereits zum Ende der abgelaufenen Berichtsperiode signifikant angezogen hat. Das erreichte Niveau des vierten Quartals wird dabei als neue Grundlage in unseren Schätzungen berücksichtigt. Wir gehen davon aus, dass die internationale Wachstumsstrategie durch die Gründung einer neuen Landesgesellschaft in Österreich und der deutlichen Ausweitung der Vertriebspartneraktivitäten im europäischen Ausland sowie im Nahen Osten sich in den Folgeperioden bezahlt machen wird.

Für das laufende Geschäftsjahr 2010 erwarten wir konservativ ein Umsatzwachstum in Höhe von 9,3 % auf 37,20 Mio. €. Gleichzeitig heben wir unsere alten Prognosen leicht um 0,10 Mio. € an, da wir nun von einem leicht besseren Auslandsgeschäft ausgehen. In 2010 erwarten wir mit 39,8 Mio. € ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,0 %. Aufgrund der unverändert guten Cashausstattung der Gesellschaft bietet sich für die USU Software AG eine gute Chance eines anorganischen Wachstums. Dies haben wir jedoch in unseren Planungen nicht berücksichtigt. Für 2011 prognostizieren wir einen weiteren Umsatzanstieg auf dann 39,80 Mio. €.

Ergebnisprognosen - guter Anstieg dank margenstarker Umsätze

Aufgrund unseres prognostizierten Anstiegs der margenstarken Lizenz- und Wartungserlöse, wird die Ergebnisqualität der USU Software AG in den konkreten Schätzperioden zunehmen. Dies wird sich hauptsächlich in einer rückläufigen Kostenquote der Herstellkosten des Umsatzes und damit in einem Anstieg des Bruttoergebnisses auswirken. Für das laufende Geschäftsjahr 2010 erwarten wir in diesem Zusammenhang ein Bruttoergebnis von 18,08 Mio. €. Für das kommende Geschäftsjahr 2011 ist ein Bruttoergebnis von 19,39 Mio. € eine realistische Annahme.



Quelle: GBC AG

Unter der Prämisse weitestgehend gleichbleibender Kostenrelationen erwarten wir für 2010 ein EBITDA in Höhe von 3,36 Mio. €. Analog zu der Prognose der Umsatzerlöse führt dies ebenfalls zu einem leichten Anstieg gegenüber unserer bisherigen Prognosen (Studie vom 17.11.2009) die von einem EBITDA in Höhe von 3,33 Mio. € ausgingen. Für 2011 erwarten wir ein EBITDA von 3,90 Mio. €.

Die nach wie vor solide Finanzausstattung der Gesellschaft wird auch für die zwei Schätzperioden zu weiteren Finanzerträgen führen. Unter der Prämisse einer geringen Steuerquote prognostizieren wir ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,98 Mio.€ (2010) sowie 2,07 Mio. €. Damit zeigt auch die Umsatzrendite mit einer Größenordnung von 5,3 % (2010) sowie 6,1 % (2011) einen leichten Anstieg auf. Insgesamt verbleibt somit ein Ergebnis je Aktie (EPS) von 0,20 € (2010) sowie 0,24 € (2011).

Bewertung

DCF-Bewertung

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der USU Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit ca. 3,25 %.

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,1429.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,54 % (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,54 %.

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	9,54 %
Gewicht in %	100,00 %
Fremdkapitalkosten	0,00 %
Gewicht in %	0,00 %
Taxshield in %	0,00 %
WACC	9,54 %

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2010 und 2011 in Phase 1 (siehe Seiten 13/14), erfolgt von 2012 bis 2017 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir durchschnittliche Steigerungen beim Umsatz von 5,50 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 11,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 13,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,54 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2010 entspricht als **Kursziel 4,64 €**.

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,5%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	11,0%	ewige EBITA - Marge	10,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,1%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	4,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	
Umsatz (US)	37,20	39,80	41,99	44,30	46,74	49,31	52,02	54,88	
US Veränderung	9,3%	7,0%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,16	1,21	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	1,24	
EBITDA	3,36	3,89	4,62	4,87	5,14	5,42	5,72	6,04	
EBITDA-Marge	9,0%	9,8%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	
EBITA	2,97	3,50	4,24	4,49	4,73	4,99	5,27	5,56	
EBITA-Marge	8,0%	8,8%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,1%	10,3%
Steuern auf EBITA	-0,39	-0,46	-0,55	-0,58	-0,62	-0,65	-0,68	-0,72	
zu EBITA	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	2,58	3,05	3,69	3,90	4,12	4,34	4,58	4,84	
Kapitalrendite	7,8%	9,1%	10,7%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	8,8%
Working Capital (WC)	1,40	1,60	1,68	1,77	1,87	1,97	2,08	2,20	
WC zu Umsatz	3,8%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in WC	-0,16	-0,20	-0,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	32,20	33,00	33,90	35,76	37,73	39,81	42,00	44,31	
AFA auf OAV	-0,39	-0,39	-0,38	-0,39	-0,41	-0,43	-0,45	-0,48	
AFA zu OAV	1,2%	1,2%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	
Investitionen in OAV	-0,76	-1,19	-1,28	-2,25	-2,37	-2,51	-2,64	-2,79	
Investiertes Kapital	33,60	34,60	35,58	37,54	39,60	41,78	44,08	46,50	
EBITDA	3,36	3,89	4,62	4,87	5,14	5,42	5,72	6,04	
Steuern auf EBITA	-0,39	-0,46	-0,55	-0,58	-0,62	-0,65	-0,68	-0,72	
Investitionen gesamt	-0,92	-1,39	-1,36	-2,34	-2,47	-2,61	-2,75	-2,90	
Investitionen in OAV	-0,76	-1,19	-1,28	-2,25	-2,37	-2,51	-2,64	-2,79	
Investitionen in WC	-0,16	-0,20	-0,08	-0,09	-0,10	-0,10	-0,11	-0,11	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	2,05	2,05	2,71	1,95	2,05	2,17	2,29	2,41	41,20

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	32,79	33,86
Barwert expliziter FCFs	11,01	10,01
Barwert des Continuing Value	21,78	23,85
Nettoschulden (Net debt)	-13,72	-14,58
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	46,51	48,44
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	46,51	48,44
Ausstehende Aktien in Mio.	10,021	10,021
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,64	4,83

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,14
Eigenkapitalkosten	9,5%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	0,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	15,0%
WACC	9,5%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	9,3%	9,4%	9,5%	9,6%	9,7%
4,6%	3,31	3,22	3,14	3,07	3,01
6,6%	4,26	4,06	3,89	3,75	3,63
8,6%	5,20	4,90	4,64	4,42	4,24
10,6%	6,15	5,74	5,39	5,10	4,85
12,6%	7,09	6,58	6,14	5,77	5,46

Fazit

Stabile Entwicklung im schwierigen Jahr 2009; Umsatz- und Ergebnisanstieg in 2010 erwartet

Der deutsche IT-Markt zeigte sich in 2009 vor dem Hintergrund der konjunkturell herausfordernden Situation von einer stabilen Seite. So ermittelte der Bundesverband der Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) einen allgemeinen Rückgang des IT-Marktvolumens in Höhe von 2,5 %, während sich die deutsche Wirtschaft um insgesamt 5,0 % zurückentwickelte. Auf dieser Basis, aber auch vor dem Hintergrund einer erwarteten Konjunkturerholung, dürfte die deutsche IT-Branche im laufenden Jahr wieder einen leichten Anstieg aufzeigen. Aktuelle Prognosen erwarten in diesem Zusammenhang ein Marktwachstum von 0,1 %. Die für die USU Software AG relevanten Teilmärkte IT-Services sowie Software dürften eine dynamischere Entwicklung mit einem erwarteten Wachstum von 2,5 % respektive 0,5 % aufzeigen.

Die USU Software AG als Spezialist für Business Service Management Anwendungen und Servicedienstleistungen ist unseres Erachtens gut aufgestellt, um erneut überdurchschnittlich an dieser erwarteten Marktentwicklung zu partizipieren. Ausschlaggebend hierfür ist zum einen die Tatsache, dass die Produkte der Gesellschaft die IT-Landschaft eines Unternehmens in die Wertschöpfungskette einbinden und somit letztendlich zu Kosteneinsparungen verhelfen. Zugleich zeigte es sich in der abgelaufenen Berichtsperiode, dass die Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft, insbesondere zum Jahresende hin, zu einem signifikanten Umsatzsprung beigetragen hat. Erwähnenswert ist hier die Neugründung der österreichischen Tochtergesellschaft USU Austria GmbH, die von einem Ausbau der ausländischen Vertriebspartneraktivitäten flankiert wird. Eigens hierfür wurde der international erfahrene Vertriebsvorstand, Sven Wilms, engagiert.

Aufgrund dessen war es der USU Software AG in der abgelaufenen Berichtsperiode möglich, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 0,2 % auf 34,05 Mio. € sich vom allgemeinen Branchentrend (-2,5 %) zu lösen. Gepaart mit einer straffen Kostenstruktur hat sich das EBITDA von 2,29 Mio. € (2008) überproportional um 11,3 % auf 2,55 Mio. € gesteigert. Dementsprechend erfreulich verlief auch die auf den Umsatz bezogene EBITDA-Marge, die von 6,7 % auf 7,5 % gut gesteigert werden konnte. In Summe stieg der Jahresüberschuss von 1,29 Mio. € um 19,5 % auf 1,55 Mio. €. Hervorzuheben ist zusätzlich mit einer EK-Quote von 85,7 % und mit einem Bruttocash je Aktie von 1,09 € die gute substanzielle Situation der Gesellschaft.

Für 2010 prognostizieren wir ein Umsatzwachstum in Höhe von 9,3 % auf dann 37,20 Mio. €. Wesentliche Umsatztreiber dürften hierbei das stärker werdende internationale Geschäft und in diesem Zusammenhang eine Steigerung der Lizenz- und Wartungserlöse sein. Aufgrund unserer Annahme einer Erzielung marginträchtiger Umsätze dürfte das EBITDA auf 3,36 Mio. € um 31,8 % ansteigen. Für 2011 prognostizieren wir einen weiteren Umsatz- und Ergebnisanstieg auf 39,80 Mio. € respektive auf 19,39 Mio. €.

Auf Basis unserer DCF-Bewertung haben wir auf Basis des Jahres 2010 einen fairen Wert je Aktie von 4,64 € ermittelt. Ausgehend vom derzeitigen Kursniveau von 3,61 € entspricht dies einem Potenzial von über 28,5 %. Wir stufen die USU Software AG daher im Rahmen unserer Researchstudie (Anno) mit dem Rating „KAUFEN“ ein.

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 verwendet, 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 Angebotschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. 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 Interessenskonflikte 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