



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

**Neuer Umsatzrekordwert durch anorganisches Wachstum und
Erfolge bei der Internationalisierungsstrategie,
Ergebnisbelastungen temporärer Natur,
Prognosen und Kursziel bestätigt**

Kursziel: 25,00 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10**

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

HALTEN

Kursziel: 25,00 €
(bisher: 25,00 €)

aktueller Kurs: 25,51
31.8.2017 / XETRA-
Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 268,46
EnterpriseValue³: 249,52
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 11

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

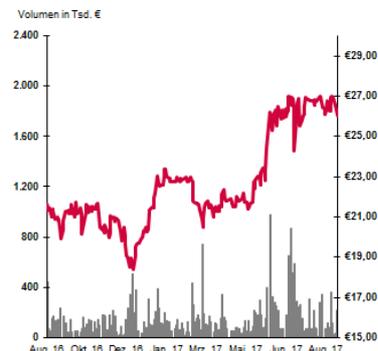
Mitarbeiter: 639 Stand: 30.06.2017

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	89,52	101,50	111,88
EBITDA	10,78	12,04	14,19	16,54
EBIT	8,30	10,12	12,33	14,68
bereinigtes EBIT	9,61	11,29	13,44	15,79
Jahresüberschuss	6,78	8,69	10,62	10,29

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,64	0,83	1,01	0,98
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,50	0,55

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,46	2,79	2,46	2,23
EV/EBITDA	23,14	20,73	17,58	15,08
EV/EBIT	30,07	24,66	20,24	17,00
EV/bereinigtes EBIT	25,96	22,11	18,56	15,80
KGV	39,57	30,91	25,28	26,09
KBV	4,22			

Finanztermine

06.09.2017: 7. ZKK-Kapitalmarktkonf.
23.11.2017: 9-Monatsbericht 2017
27-29.11.17: Dt. EK-Forum Frankfurt

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
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
08.09.2016: RS / 23,50 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die USU Software AG hat im ersten Halbjahr 2017 erwartungsgemäß einen neuen Halbjahres-Umsatzrekord in Höhe von 38,87 Mio. € (VJ: 34,03 Mio. €) erzielt. Das 14,2 %ige Wachstum der Umsatzerlöse entstammt dabei jeweils hälftig sowohl einer organischen Geschäftsausweitung als auch anorganischen Effekten. Die im ersten Halbjahr 2017 erworbenen Gesellschaften unitB technology GmbH (erworben im Januar 2017) sowie EASYTRUST SAS (erworben im Mai 2017) trugen erstmalig mit rund 2,4 Mio. € zum Konzernumsatz bei. Organisch kletterten demnach die Umsätze ebenfalls um ca. 2,4 Mio. €.
- Die Ergebnisentwicklung partizipierte aufgrund akquisitionsbedingter Sonder- und Anlaufeffekten noch nicht an der positiven Umsatzentwicklung der USU Software AG. Insgesamt minderte sich das bereinigte EBIT um 53,0 % auf 1,57 Mio. € (VJ: 3,33 Mio. €). So sind beispielsweise bei der EASYTRUST SAS auf Produktebene Integrationsaufwendungen angefallen, verbunden mit entsprechenden Mehrkosten. Auf Personalebene hatte der Zugang der beiden Gesellschaften, welche zum Ende des Berichtszeitraum 30.06.2017 über 69 Mitarbeiter verfügten, zu einem Anstieg des Personalbestands auf 639 (31.12.2016: 544) geführt. Darüber hinaus hat die USU Software AG die Vertriebsbemühungen für das internationale Wachstum intensiviert, wodurch die Marketing- und Vertriebskosten um 35,3 % überproportional zugelegt haben. Die Verwaltungskosten kletterten ebenfalls aufgrund der getätigten Akquisitionen (Rechtskosten, Transaktionskosten etc.) überproportional stark an. Die negative Ergebnisentwicklung ist unserer Ansicht nach nur temporärer Natur und sollte in den kommenden Berichtsperioden deutlich ins Positive gedreht werden.
- Vor diesem Hintergrund hat die USU Software AG sowohl die bisherige Umsatz- als auch Ergebnisprognose für das Gesamtjahr 2017 bestätigt. Unverändert werden für das laufende Geschäftsjahr 2017 ein Konzernumsatz in einer Bandbreite von 86-91 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 10,0-11,5 Mio. € erwartet. Bis 2020 soll, unter der Voraussetzung weiteren anorganischen Wachstums, ein Umsatzniveau in Höhe von rund 140 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von rund 20 Mio. € erreicht werden. Angesichts der Halbjahreszahlen 2017 stufen wir die Gesamtjahres-Guidance als erreichbar ein, weswegen wir unsere Prognosen unverändert lassen (siehe Researchstudie vom 30.05.17). Auf Gesamtjahresbasis dürfte sich der anorganische Umsatzbeitrag, unseren Schätzungen zufolge, auf insgesamt 6,5 Mio. € belaufen. Damit sollte die Gesellschaft in der Lage sein, organisch um rund 15 % bzw. 10,9 Mio. € gegenüber 2016 zu wachsen.
- Auch auf Ergebnisebene bestätigen wir unsere bisherige Prognose und rechnen daher mit einem erheblichen Ergebnisbeitrag im zweiten Halbjahr 2017, was jedoch bei der USU Software AG ein gewohntes Bild ist. Für 2017 rechnen wir, analog zur Unternehmensprognose, mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 11,29 Mio. €. Ein steigendes margenstarkes Lizenzgeschäft sowie der Wegfall von Integrationsaufwendungen und ein zunehmender Deckungsbeitrag durch die deutlich ausgebaute Vertriebsmannschaft, sollten in den kommenden Jahren zu einem überproportionalen Ergebnisanstieg führen.
- Angesichts der unveränderten Prognosen bestätigen wir auch unser bisheriges DCF-Bewertungsmodell (siehe Researchstudie vom 30.05.2017) und das darin ermittelte Bewertungsergebnis in Höhe von 25,00 € je Aktie. Gegenüber unserer letzten Researchstudie hat sich die USU-Aktie mit einem Kursanstieg in Höhe von 9,9 % deutlich positiv entwickelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 25,51 € vergeben wir weiterhin das Rating HALTEN.

INHALTSVERZEICHNIS

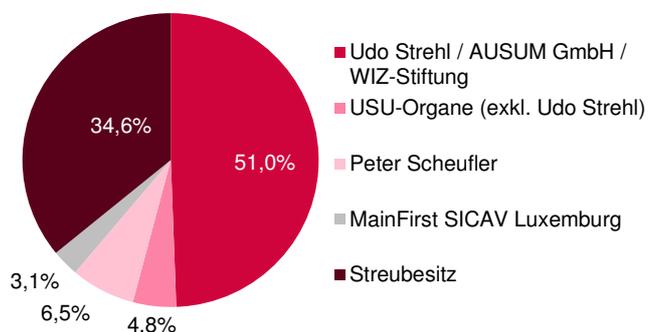
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2017	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2017	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2017	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017	7
Prognose 2017 – 2019	8
Anhang	10

UNTERNEHMEN

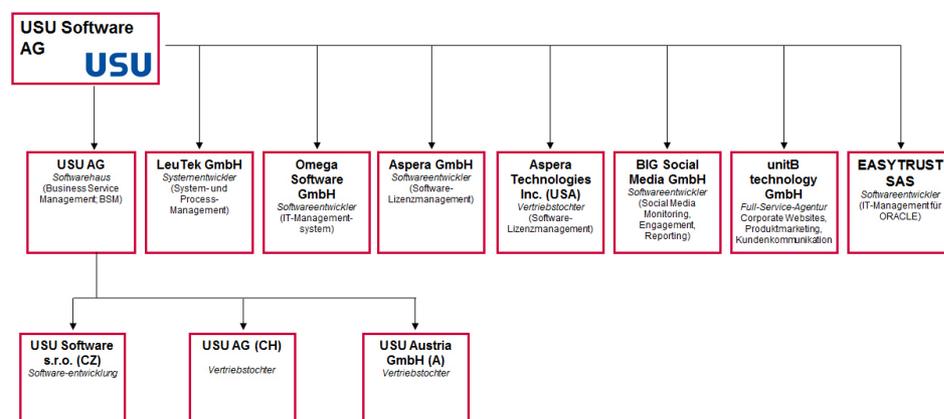
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	51,0%
USU-Organe (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, womit die Präsenz im französischen Markt gesteigert werden soll. EASYTRUST 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 1.HJ 2017

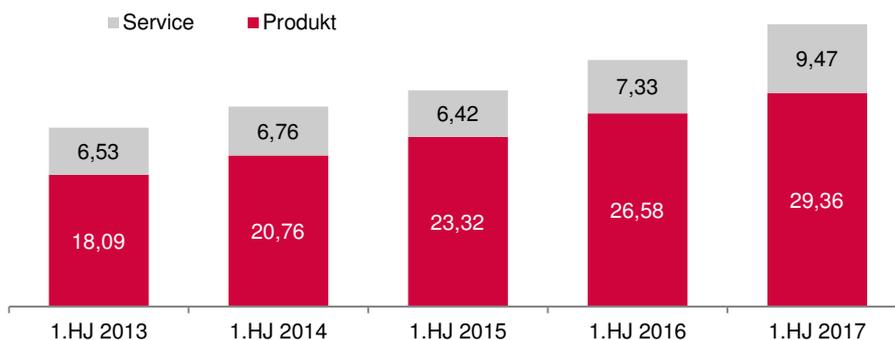
GuV in Mio. €	Q2 2016	Q2 2017	Δ Q2/Q2	1.HJ 2016	1.HJ 2017	Δ 1.HJ/1.HJ
Umsatzerlöse	17,07	19,98	+17,0%	34,03	38,87	+14,2%
davon Produkt	13,13	15,48	+17,9%	26,58	29,36	+10,5%
davon Service	3,86	4,49	+16,2%	7,33	9,47	+29,1%
EBITDA	2,25	0,98	-56,3%	3,90	1,77	-54,4%
EBITDA-Marge	13,1%	4,9%	-8,2Pp	11,4%	4,6%	-6,8Pp
EBIT	1,58	0,29	-81,9%	2,59	0,43	-83,6%
EBIT-Marge	9,3%	1,4%	-7,9Pp	7,6%	1,1%	-6,1Pp
bereinigtes EBIT	1,96	0,88	-55,3%	3,33	1,57	-53,0%
bereinigte EBIT-Marge	11,5%	4,4%	-7,1Pp	9,8%	4,0%	-5,8Pp
Periodenergebnis	1,38	0,06	-95,5%	2,26	-0,05	neg.

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2017

Erwartungsgemäß hat die USU Software AG bei den Umsatzerlösen einen neuen Halbjahresrekordwert in Höhe von 38,87 Mio. € (VJ: 34,03 Mio. €) erreicht. Das in Höhe von 14,2 % oder absolut gesehen in Höhe von 4,84 Mio. € erreichte Umsatzwachstum gegenüber dem Vorjahreszeitraum ist dabei jeweils hälftig sowohl anorganischen als auch organischen Ursprungs. Gemäß Unternehmensangaben hatte der im Januar 2017 erworbene Spezialist für digitale Strategieberatung sowie Service und Customer-Experience-Design, unitB technology GmbH, Umsatzerlöse in Höhe von ca. 1,9 Mio. € beigesteuert. Flankierend hierzu sind im zweiten Quartal 2017 erstmalig Umsatzerlöse der im Mai 2017 erworbenen EASYTRUST SAS in Höhe von ca. 0,5 Mio. € enthalten, so dass sich der anorganische Umsatzbeitrag insgesamt auf 2,4 Mio. € beläuft. Organisch kletterten demnach die Umsätze ebenfalls um ca. 2,4 Mio. €.

Umsatzaufteilung nach Berichtssegmenten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Getrennt nach den beiden Berichtssegmenten wird eine homogene Umsatzentwicklung erkennbar. Dabei profitierte das Servicegeschäft, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 29,1 % oder 2,13 Mio. €, insbesondere vom erstmaligen Einbezug der unitB technology GmbH, welche vollständig diesem Geschäftsbereich zugeordnet wird. Darüber hinaus verzeichnete die USU Software AG aber auch eine Auslastungssteigerung bei der Beratermannschaft und damit in einem geringeren Umfang eine organische Geschäftsausweitung der Serviceumsätze.

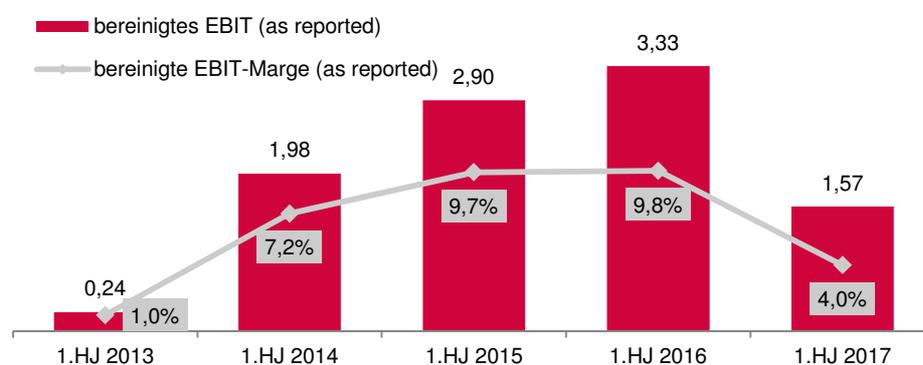
Parallel dazu legten die Umsätze im Produktgeschäft um 10,5 % bzw. 2,78 Mio. € zu. Hierzu trugen insbesondere das forcierte Auslandsgeschäft (intensivere Marketing- und

Vertriebsaktivitäten) sowie auch der Einbezug der EASYTRUST-Umsätze bei. Die höheren Vertriebsbemühungen im Ausland tragen bereits Früchte, was sich in einem Anstieg der internationalen Umsätze um 17,1 % auf 11,06 Mio. € (VJ: 9,45 Mio. €) widerfindet.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2017

Die USU Software AG verzeichnete, trotz der erreichten hohen Umsatzdynamik, auf allen relevanten Ergebnisebenen jeweils einen deutlichen Rückgang. Dieser war jedoch so im Vorfeld von der Gesellschaft kommuniziert und von uns auch erwartet worden. Beim um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinigten EBIT wird dabei ein deutlicher Rückgang in Höhe von 53,0 % auf 1,57 Mio. € (VJ: 3,33 Mio. €) sichtbar:

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das rückläufige operative Ergebnis ist insbesondere eine Folge des im ersten Halbjahr 2017 erfolgten anorganischen Wachstums. So sind beispielsweise bei der EASYTRUST SAS auf Produktebene Integrationsaufwendungen angefallen, verbunden mit entsprechenden Mehrkosten. Auf Personalebene hatte der Zugang der beiden Gesellschaften, welche zum Ende des Berichtszeitraums 30.06.2017 über 69 Mitarbeiter verfügten, zu einem Anstieg des Personalbestands auf 639 (31.12.2016: 544) geführt, was sich in einem Anstieg der Personalaufwendungen und damit auch der Herstellkostenquote auf 47,0 % (VJ: 45,0 %) widerfindet. Darüber hinaus hat die USU Software AG die Vertriebsbemühungen für das internationale Wachstum intensiviert, wodurch die Marketing- und Vertriebskosten um 35,3 % überproportional zugelegt haben. Die Verwaltungskosten kletterten ebenfalls als Folge der getätigten Akquisitionen (Rechtskosten, Transaktionskosten etc.) überproportional stark an:

Entwicklung der Kostenquoten (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die aus den deutlich höheren Aufwendungen resultierende rückläufige Ergebnisentwicklung ist unserer Ansicht nach lediglich als Momentaufnahme anzusehen. Schon alleine der Wegfall der Akquisitionsaufwendungen sowie die höhere Umsatzbasis, der ein nur unterproportionaler Anstieg bei den Personalaufwendungen folgen sollte, dürften zu einem Anstieg der operativen Ergebnismarge führen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	30.06.2017
Eigenkapital	60,79	63,62	63,76
EK-Quote (in %)	68,2%	69,2%	65,6%
Operatives Anlagevermögen	45,09	43,82	54,13
Working Capital	-8,68	-4,37	-7,92
Net Debt	-24,71	-24,18	-18,94
Cashflow - operativ	12,15	5,13	3,31
Cashflow - Investition	-4,90	-1,18	-6,87
Cashflow - Finanzierung	-6,38	-3,88	0,00

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die wesentlichen Änderungen beim Bilanzbild der USU Software AG werden von den beiden im ersten Halbjahr 2017 durchgeführten Akquisitionen dargestellt. In erster Linie erfolgte durch die Bezahlung der ersten Kaufpreisrate (unitB) bzw. des vollständigen Kaufpreises (EASYTRUST) ein Liquiditätsabfluss in Höhe von 6,28 Mio. €, welcher vom operativen Cashflow in Höhe von 3,31 Mio. € nicht vollständig ausgeglichen wurde. Dies führte zwar zu einem entsprechenden Rückgang der liquiden Mittel auf insgesamt 19,50 Mio. € (31.12.16: 23,18 Mio. €), die Gesellschaft weist jedoch ein weiterhin gutes Finanzpolster auf. Auch wenn die nach dem Stichtag erfolgte Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. € (0,40 € je Aktie) berücksichtigt wird, ist der Finanzmittelbestand ausreichend, um künftiges anorganisches Wachstum kurzfristig stemmen zu können. Abgerundet wird das für die USU Software AG typisch solide Bilanzbild von einem Eigenkapital in Höhe von 63,76 Mio. € (31.12.16: 63,62 Mio. €), was einer Eigenkapitalquote in Höhe von 65,6 % (31.12.16: 69,2 %) entspricht.

Entwicklung der Konzernliquidität 30.06.17 vs. 31.12.16 (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG; *inkl. Wechselkursveränderungen

Auf der Gegenseite hatte der Zugang der erworbenen Vermögenswerte (Kaufpreisallokation ist vorläufig erfolgt) einen Anstieg beim operativen Anlagevermögen auf 54,13 Mio. € (31.12.16: 43,82 Mio. €) ausgelöst. Hiervon werden 41,98 Mio. € (31.12.16: 35,58 Mio. €) dem Goodwill zugerechnet.

PROGNOSE 2017 – 2019

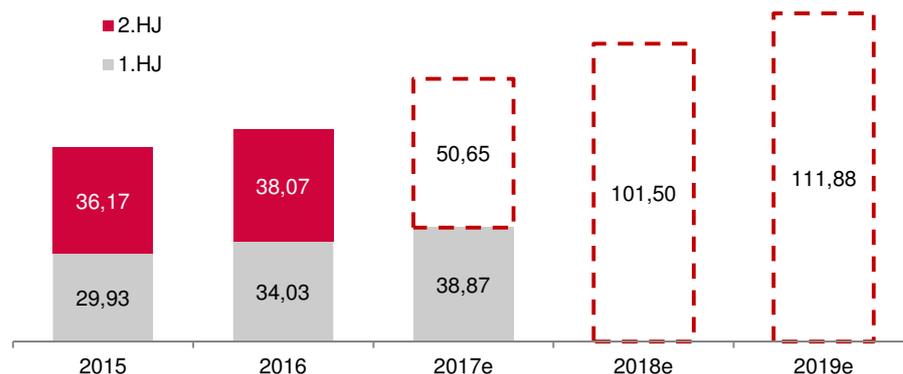
GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	72,10	89,52	101,50	111,88
EBIT	8,30	10,12	12,33	14,68
EBIT-Marge	11,5%	11,3%	12,1%	13,1%
bereinigtes EBIT	9,61	11,29	13,44	15,79
bereinigte EBIT-Marge	13,3%	12,6%	13,2%	14,1%
Jahresüberschuss	6,78	8,69	10,62	10,29

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2017 hat die USU Software AG die im Rahmen der Geschäftsberichtes 2016 ausformulierte Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2017 sowie die Mittelfristplanung bis zum Jahr 2020 bestätigt. Unverändert werden für das laufende Geschäftsjahr 2017 ein Konzernumsatz in einer Bandbreite von 86-91 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 10,0-11,5 Mio. € erwartet. Bis 2020 soll, unter der Voraussetzung weiteren anorganischen Wachstums, ein Umsatzniveau in Höhe von rund 140 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von rund 20 Mio. € erreicht werden.

Angesichts der operativen Entwicklung des ersten Halbjahres 2017 stufen wir die 2017er-Guidance als erreichbar ein, weswegen wir unsere Prognosen unverändert lassen. Auf Gesamtjahresbasis dürfte sich der anorganische Umsatzbeitrag, unseren Schätzungen zufolge, auf insgesamt 6,5 Mio. € belaufen. Damit sollte die Gesellschaft in der Lage sein, organisch um rund 15 % bzw. 10,9 Mio. € gegenüber 2016 zu wachsen. Vor dem Hintergrund der Forcierung des Auslandswachstums, welches bereits im ersten Halbjahr 2017 einen wichtigen Wachstumsbeitrag geleistet hatte, ist eine solche Umsatzdynamik vorstellbar. Unsere Mittelfrist-Prognose enthält, aufgrund der derzeit noch fehlenden Konkretisierung, keine weiteren Unternehmensakquisitionen und wird, sofern ein Unternehmenserwerb erfolgt, angepasst.

Umsatzprognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Uns ist bewusst, dass die Gesellschaft im zweiten Halbjahr 2017 ein hohes Ergebnisniveau erwirtschaften muss, um unsere Prognosen sowie die Unternehmensguidance zu erfüllen. Dennoch bestätigen wir unsere bisherigen Prognose und erwarten ein bereinigtes EBIT in Höhe von 11,29 Mio. € und damit weiterhin innerhalb der unveränderten Prognosebandbreite der USU Software AG. Der hohe erwartete Ergebnisbeitrag des zweiten Halbjahres ist einerseits eine Folge von geringeren Integrationsaufwendungen bei den neu erworbenen Tochtergesellschaften. Darüber hinaus sollte aber die ausgebauten Vertriebsmannschaft einen zunehmend höheren Deckungsbeitrag liefern, vor allem vor dem Hintergrund, eines zunehmenden Anteils an erwarteten margenstarken

Lizenerlösen. Das Lizenzgeschäft wurde bereits im ersten Halbjahr ausgebaut und sollte, analog zum internationalen Wachstum, auch im zweiten Halbjahr 2017 überproportional zulegen.

Angesichts der unveränderten Prognosen bestätigen wir auch unser bisheriges DCF-Bewertungsmodell (siehe Researchstudie vom 30.05.2017) und das darin ermittelte Bewertungsergebnis in Höhe von 25,00 € je Aktie. Gegenüber unserer letzten Researchstudie hat die sich USU-Aktie mit einem Kursanstieg in Höhe von 9,9 % deutlich positiv entwickelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 25,51 € vergeben wir weiterhin das Rating HALTEN.

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