



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

**Erfolgreiche Geschäftsentwicklung auch im Q3 2021
fortgesetzt; Wir heben Ergebnisprognose für 2021 leicht an;
Kursziel auf 35,50 € leicht angehoben**

Kursziel: 35,50 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 8

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

USU Software AG*5a,6a,11

KAUFEN

Kursziel: 35,50 €
(bisher: 35,30 €)

aktueller Kurs: 23,90
19.11.21 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 251,52
EnterpriseValue³: 245,83
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 36,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

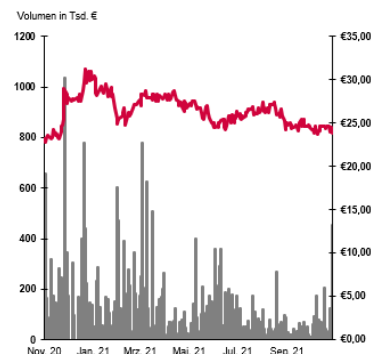
Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business
Mitarbeiter: 750 (30.09.2021)
Gründung: 1977
Firmensitz: Möglingen
Vorstand: Bernhard Oberschmidt, 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 automatisierten Service-Abläufe 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 1.000 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	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatz	107,33	111,86	131,91	147,74
EBIT	7,02	10,21	13,33	17,64
bereinigtes EBIT	9,24	10,73	14,03	18,34
Jahresüberschuss	5,48	8,09	9,26	12,28

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,52	0,77	0,88	1,17
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,50	0,55

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,29	2,20	1,86	1,66
EV/EBIT	35,01	24,08	18,44	13,93
EV/bereinigtes EBIT	26,60	22,92	17,52	13,40
KGV	45,86	31,11	27,16	20,48
KBV	4,07			

Finanztermine

22.-24.11.21: Eigenkapitalforum
07.-08.12.21: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
03.09.2021: RS / 35,30 / KAUFEN
27.05.2021: RS / 33,65 / KAUFEN
08.04.2021: RS / 33,65 / KAUFEN
24.11.2020: RS / 25,50 / HALTEN
03.09.2020: RS / 22,00 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

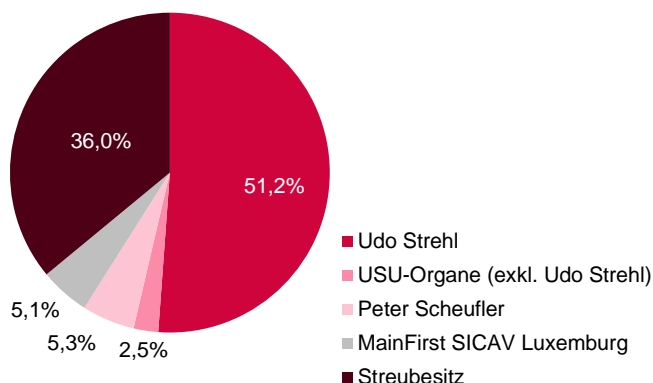
- Auch im dritten Quartal 2021 hat die USU Software AG von einer inländischen hohen Nachfrage nach Digitalisierungsprojekten profitiert und mit Umsatzerlösen in Höhe von insgesamt 81,86 Mio. € (VJ: 77,86 Mio. €) einen neuen Rekordwert erreicht. Die hohe, unter anderem auch durch Corona verursachte, Nachfrage nach Digitalisierungsprojekten hatte dabei insbesondere einen starken Anstieg der Beratungserlöse auf 47,75 Mio. € (VJ: 44,56 Mio. €) nach sich gezogen. Hier sind zudem Effekte des in den vergangenen Perioden umgesetzten Personalausbaus sichtbar.
- Parallel dazu legten auch die wiederkehrenden Wartungs-/SaaS-Umsätze um 6,4 % auf 25,36 Mio. € (VJ: 23,83 Mio. €) deutlich zu. Hier ist der anhaltende Trend hin zum Cloud-Geschäft ersichtlich, was dazu geführt hat, dass die SaaS-Umsätze um 12,8 % besonders dynamisch gestiegen sind. Mittlerweile haben die wiederkehrenden Umsätze einen Anteil von rund 30 % an den Konzern-Umsätzen, womit eine gute Erlösbasis vorhanden ist. Im Zusammenhang mit dem Anstieg der SaaS-Umsätze minderten sich die Lizenzerträge in den ersten neun Monaten 2021 um -6,3 % auf 7,81 Mio. € (VJ: 8,33 Mio. €), wobei hier unterjährig eine positive Tendenz erkennbar wird.
- Analog zum neuen Umsatzrekord-Niveau wurde auch beim bereinigten EBIT in Höhe von 7,24 Mio. € (VJ: 5,20 Mio. €) ebenfalls eine neue Rekordmarke aufgestellt. Mit einer bereinigten EBIT-Marge in Höhe von 8,8 % (VJ: 6,7 %) entwickelt sich das Rentabilitätsniveau weiter in Richtung der anvisierten mittelfristigen Zielmarke von 13 – 15 %.
- Mit Veröffentlichung der 9-Monatszahlen hat das USU-Management sowohl die kurzfristigen Prognosen für 2021 (leichtes Umsatzwachstum; bereinigtes EBIT: 9-10 Mio. €) als auch die Mittelfristprognose (Umsatzwachstum: 10 % p.a.; bereinigte EBIT-Marge: 13-15%) bestätigt. Für das laufende Geschäftsjahr stuft das USU-Management das Erreichen der oberen Prognosebandbreite als wahrscheinlich ein. Die Ergebnis-Guidance stufen wir jedoch angesichts der bislang erreichten Werte sowie der Tatsache, dass im vierten Quartal traditionell der größte Anteil an margenstarken Lizenzerlösen anfällt, als etwas konservativ ein. Uns ist bewusst, dass die Höhe der schwer prognostizierbaren Lizenzerträge einen starken Einfluss auf das Ergebnis hat. Selbst wenn die hohen Lizenzumsätze aus dem Jahresend-Quartal 2020 in Höhe von 4,59 Mio. € nicht erreicht werden, sollte die USU Software AG dennoch in der Lage sein, die Prognose-Bandbreite zu übertreffen. Wir heben unsere Prognose des bereinigten EBIT auf 10,73 Mio. € (bisher: 9,85 Mio. €) an. Die Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre behalten wir unverändert bei.
- Weiterhin dürfte die USU Software AG, mit dem in den vergangenen Berichtsperioden bewusst ausgebauten Personalbestand, über eine gute Grundlage für das künftige Wachstum verfügen. Besonders der unverändert hohe Bedarf an Digitalisierungsdienstleistungen seitens der für die Gesellschaft wichtigen Branchen (öffentlicher Dienst, Finanzbranche) sollte das erwartete Geschäftswachstum weiter unterstützen. Diesbezüglich verfügt die Gesellschaft zum 30.09.2021 über einen neuen Rekordauftragsbestand in Höhe von 64,58 Mio. € (VJ: 60,40 Mio. €). Auch das internationale Geschäft, welches noch von der Corona-Pandemie betroffen war, sollte wieder Wachstumsimpulse beisteuern. Im Ausland ist das Neukundengeschäft entscheidender für den Unternehmenserfolg.
- Wir haben die neuen Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2021 in unserem DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt und ein geringe Kurszielanhebung auf 35,50 € (bisher: 35,30 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

UNTERNEHMEN

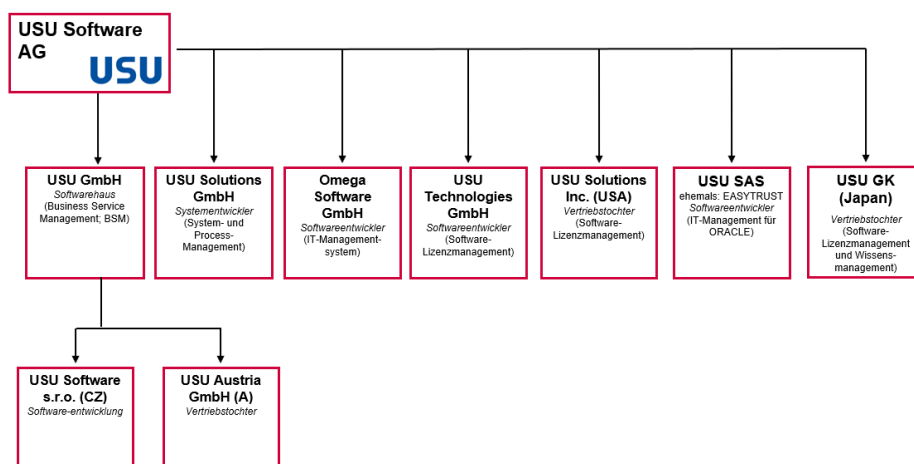
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	2,5 %
Peter Scheufler	5,0 %
MainFirst SICAV Luxemburg	5,1 %
Streubesitz	36,3 %

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Mit der Gründung der japanischen Tochtergesellschaft USU GK, die zukünftig den Vertrieb und die Implementierung der USU-Software in Japan und dem gesamten asiatischen Markt übernommen soll, verfügt der USU-Konzern derzeit über neun inländische und ausländische operative tätige Tochtergesellschaften. Im Zuge des Strategieprogramms „One USU“, im Rahmen dessen auch ein einheitlicher Auftritt unter dem Markennamen „USU“ umgesetzt wurde, hat zu Beginn des Jahres 2021 eine Umfirmierung der Gesellschaften LeuTek GmbH in USU Solutions GmbH sowie der Aspera GmbH in USU Technologies GmbH stattgefunden. Die US-Tochter Aspera Technologies Inc. wurde in USU Solutions Inc. umfirmiert.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9 MONATE 2021

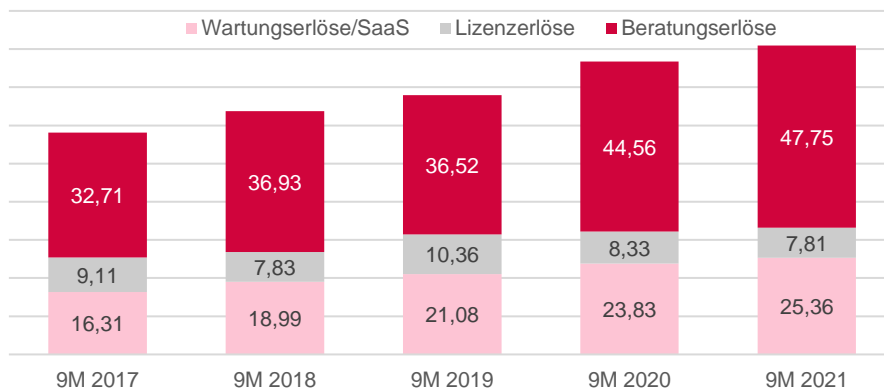
GuV in Mio. €	9M 2018	9M 2019	9M 2020	9M 2021
Umsatzerlöse	64,28	68,71	77,86	81,86
davon Wartungserlöse/SaaS	18,99	21,08	23,83	25,36
davon Lizenzzerlöse	7,83	10,36	8,33	7,81
davon Beratungserlöse	36,93	36,52	44,56	47,75
EBIT	0,75	1,85	4,61	6,85
bereinigtes EBIT	1,82	2,88	5,20	7,24
Periodenergebnis	0,27	1,40	3,96	6,14

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 9 Monate 2021

Die Entwicklung des dritten Quartals 2021 reiht sich nahtlos in den bisherigen Jahresverlauf der USU Software AG ein. Wie auch schon in den Vorquartalen profitierte die Gesellschaft von einer sehr hohen Nachfrage nach Digitalisierungsprojekten in Deutschland, was in den ersten neun Monaten zu einem starken Anstieg der Beratungserlöse um 7,2 % auf 47,75 Mio. € (VJ: 44,56 Mio. €) geführt hatte. Es ist offensichtlich, dass die Gesellschaft in diesem Umsatzsegment von höheren Investitionen in Digitalisierungsprojekten profitiert hatte, welche unter anderem auch im Umfeld der Corona-Pandemie verstärkt angegangen wurden. Neben Aufholeffekten im öffentlichen Sektor machen sich auch die vergangenen Investitionen in den Ausbau des Personalbestandes bemerkbar.

Aufteilung der 9-Monatsumsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Parallel dazu legten die wiederkehrenden Wartungs-/SaaS-Umsätze um 6,4 % auf 25,36 Mio. € (VJ: 23,83 Mio. €) ebenfalls sichtbar zu. Hier findet sich der anhaltende Trend hin zu einer zunehmenden Verschiebung in das Cloud-Geschäft wieder, was zur Folge hatte, dass alleine die SaaS-Umsätze um 12,8 % auf 7,86 Mio. € (VJ: 6,97 Mio. €) angewachsen sind. Damit verfügt die Gesellschaft über eine sukzessiv ansteigende Basis an wiederkehrenden Umsätzen, die bereits einen Anteil von knapp über 30 % an den Gesamtumsätzen haben.

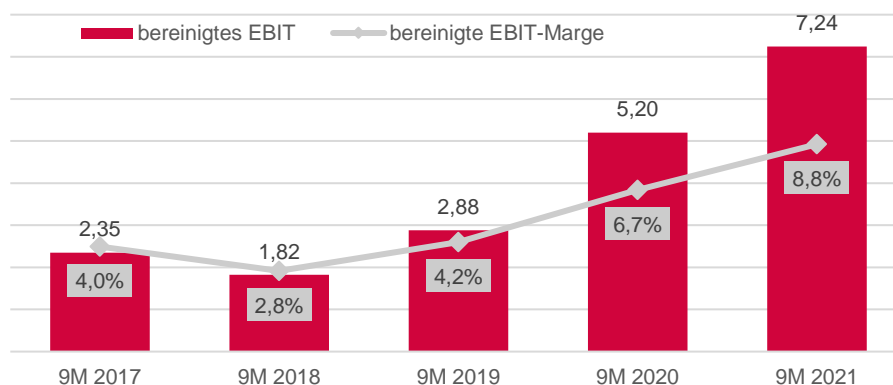
In Verbindung mit dem zunehmenden Trend hin zum Cloud-Geschäft steht der Rückgang der Einmal-Lizenzzerlöse um -6,3 % auf 7,81 Mio. € (VJ: 8,33 Mio. €). Im unterjährigen Vergleich ist jedoch eine positive Tendenz bei den Lizenzumsätzen zu beobachten. Darüber hinaus war der Vorjahreswert von einem sehr starken ersten Quartal positiv beeinflusst, was einen weiteren Erklärungsansatz für den sichtbaren Rückgang liefert.

Insgesamt lagen die Umsatzerlöse damit mit 81,86 Mio. € (VJ: 77,86 Mio. €) deutlich um 5,1 % über dem Vorjahreswert und markieren, auf Basis der ersten neun Monate, einen neuen Umsatzrekordwert.

Ergebnisentwicklung 9 Monate 2021

Der neue Umsatzrekordwert wird auch auf operativer Ergebnisebene von neuen Bestwerten begleitet. Das von der Gesellschaft kommunizierte, um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT, legte dabei deutlich um +39,3 % auf 7,24 Mio. € (VJ: 5,20 Mio. €) zu und die dazugehörige bereinigte EBIT-Marge kletterte auf 8,8 % (VJ: 6,7 %). Auch aus Sicht der ersten neun Monate wird damit eine Fortsetzung der sukzessiven Rentabilitätsverbesserung sichtbar, mit einem stetigen Anstieg der EBIT-Marge von 2,8 % (9M 2018) auf 8,8 % (9M 2021).

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ein Blick auf die Kostenstruktur zeigt, dass insbesondere die operativen Kosten unterhalb des Bruttoergebnisses mit 35,84 Mio. € (VJ: 36,13 Mio. €) geringer als im Vorjahr waren. Neben der allgemeinen Umverteilung zentraler Konzernaufwendungen auf die operativen Bereiche ist dies unserer Ansicht nach auf die weiterhin niedrigen Aufwendungen im Umfeld der pandemiebedingten Maßnahmen zurückzuführen. So sind auch in 2021 geringere Aufwendungen im Zusammenhang mit Reisekosten oder mit Kundenveranstaltungen angefallen. Oberhalb des Bruttoergebnisses legten die Herstellungskosten des Umsatzes demgegenüber um 7,1 % auf 40,66 Mio. € (VJ: 37,96 Mio. €) sichtbar zu. Hierfür sind insbesondere erhöhte Honorare für Freelancer enthalten, die einen wichtigen Beitrag zur Umsatzsteigerung geleistet haben.

Da die Akquisitionsaktivität der vergangenen Berichtsperioden niedrig war, gehen die im bereinigten EBIT eliminierten Akquisitionseffekte stetig zurück. In den ersten neun Monaten wurden Abschreibungen der erworbenen aktivierten immateriellen Vermögenswerte in Höhe von 0,39 Mio. € (VJ: 0,59 Mio. €) eliminiert. Demnach wird der Unterschied zwischen EBIT „as reported“ und bereinigtem EBIT allmählich geringer.

Zudem spielt das Finanzergebnis bei der USU Software AG traditionell nur eine untergeordnete Rolle, so dass, ausgehend vom EBIT „as reported“ in Höhe von 6,85 Mio. € (VJ: 4,61 Mio. €) ein Nachsteuerergebnis in Höhe von 6,14 Mio. € (VJ: 3,96 Mio. €) ausgewiesen wird. Die niedrigen Steueraufwendungen in Höhe von 0,74 Mio. € (VJ: 0,51 Mio. €) hängen mit der Aktivierung latenter Steuern zusammen und sollten in den kommenden Berichtsperioden wieder ansteigen. Auch auf Ebene des Nachsteuerergebnisses wurde damit ein neuer Rekordwert erreicht.

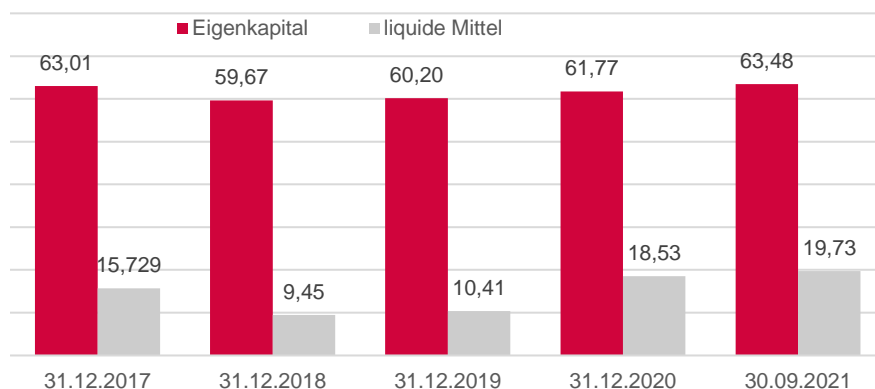
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2021

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Eigenkapital	60,20	61,77	63,48
EK-Quote (in %)	57,6%	53,5%	55,0%
Operatives Anlagevermögen	58,24	64,95	64,72
Working Capital	-3,62	-6,36	-6,93
Liquide Mittel	10,41	18,53	19,73
Cashflow - operativ	9,52	17,74	7,93
Cashflow - Investition	-1,82	-2,44	-0,74
Cashflow - Finanzierung	-6,77	-7,05	-6,30

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch zum 30.09.2021 wird die hohe Stabilität bei den Bilanzkennzahlen sichtbar. Typisch für das Bilanzbild der USU Software AG ist der hohe Bestand der liquiden Mittel auf der Aktivseite sowie die überdurchschnittlich hohe Ausstattung mit Eigenkapital auf der Passivseite. Zudem ist die USU-Bilanz frei von jeglichen Bankverbindlichkeiten. Zum 30.09.2021 legte das Eigenkapital ergebnisbedingt und nach Abzug der Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. € auf 63,48 Mio. € (31.12.2020: 61,77 Mio. €) zu und die entsprechende EK-Quote erhöhte sich auf 55,0 % (31.12.2020: 53,5 %). Ohne Berücksichtigung der Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 17,03 Mio. €, die nach IFRS 16 seit 2019 verpflichtend ist, hätte die Gesellschaft eine EK-Quote in Höhe von 64,5 % ausgewiesen. Wie üblich, enthält das übrige Fremdkapital vornehmlich Vorauszahlungen für Wartungs- und SaaS-Verträge.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Gegenüber dem Geschäftsjahresende 2020 kletterten die liquiden Mittel, trotz Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. €, auf 19,73 Mio. € (31.12.2020: 18,53 Mio. €). Erneut weist dabei die Gesellschaft einen deutlich positiven operativen Cashflow in Höhe von 7,93 Mio.€ (VJ: 12,87 Mio. €) aus. Ohne Effekte aus der Erhöhung des Working Capitals hätte der operative Cashflow bei 9,24 Mio. € (VJ: 8,54 Mio. €) gelegen. Damit verfügt die Gesellschaft über einen ausreichenden Bestand an liquiden Mittel, um auch kurzfristige Akquisitionschancen wahrzunehmen. Unternehmensakquisitionen sind, neben der Internationalisierung und neben Produktinnovationen ein wichtiger Wachstumspfeiler der USU-Strategie.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 21e (alt)	GJ 21e (neu)	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	107,33	115,71	111,86	131,91	147,74
EBIT	7,02	9,15	10,21	13,33	17,64
<i>EBIT-Marge</i>	6,5%	7,9%	9,1%	10,1%	11,9%
bereinigtes EBIT	9,24	9,85	10,73	14,03	18,34
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	8,6%	8,5%	9,6%	10,6%	12,4%
Jahresüberschuss	5,48	6,34	8,09	9,26	12,28
EPS in €	0,52	0,60	0,77	0,88	1,17

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung der 9-Monatszahlen hat das USU-Management sowohl die kurzfristige Guidance als auch die Mittelfristplanung bestätigt. Unverändert wird für das laufende Geschäftsjahr 2021 ein leichtes Umsatzwachstum und eine Steigerung des bereinigten EBIT auf mindestens 9 bis 10 Mio. € in Aussicht gestellt. Im Conference Call zum 9-Monatsbericht hat der USU-Vorstand Bernhard Oberschmidt das Erreichen der oberen Bandbreite als wahrscheinliches Szenario kommuniziert. Wie auch schon im bisherigen Jahresverlauf soll hierzu insbesondere das starke SaaS-Geschäft beitragen. Mittelfristig, also mit Blick auf das Geschäftsjahr 2024, soll ein jährliches Umsatzwachstum in Höhe von 10 % und eine bereinigte EBIT-Marge von bis zu 13 – 15 % erreicht werden.

Wir interpretieren die Umsatzguidance für 2021 als ein erwartetes Umsatzwachstum in Höhe von ca. 5,0 %, was eine realistische Annahme ist. Da wir für das vierte Quartal mit Umsätzen in Höhe von rund 30 Mio. € rechnen, reduzieren wir unsere Umsatzschätzung leicht auf 111,86 Mio. €, was einem erwarteten Umsatzwachstum in Höhe von 4,2 % entspricht. Die Ergebnis-Guidance stufen wir jedoch, angesichts der bislang erreichten Werte sowie der Tatsache, dass im vierten Quartal traditionell der größte Anteil an margenstarken Lizenzerlösen anfällt, als etwas konservativ ein. Uns ist bewusst, dass die Höhe der schwer prognostizierbaren Lizenzerträge einen starken Einfluss auf das Ergebnis hat. Selbst wenn die hohen Lizenzumsätze aus dem Jahresend-Quartal 2020 in Höhe von 4,59 Mio. € nicht erreicht werden, sollte die USU Software AG dennoch in der Lage sein, die Prognose-Bandbreite zu übertreffen. Wir heben unsere Prognose des bereinigten EBIT auf 10,73 Mio. € (bisher: 9,85 Mio. €) an. Die Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre behalten wir unverändert bei.

Weiterhin dürfte die USU Software AG, mit dem in den vergangenen Berichtsperioden bewusst ausgebauten Personalbestand, über eine gute Grundlage für das künftige Wachstum verfügen. Besonders der unverändert hohe Bedarf an Digitalisierungsdienstleistungen seitens der für die Gesellschaft wichtigen Branchen (öffentlicher Dienst, Finanzbranche) sollte das erwartete Geschäftswachstum weiter unterstützen. Diesbezüglich verfügt die Gesellschaft zum 30.09.2021 über einen neuen Rekordauftragsbestand in Höhe von 64,58 Mio. € (VJ: 60,40 Mio. €). Auch das internationale Geschäft, welches noch von der Corona-Pandemie betroffen war, sollte wieder Wachstumsimpulse beisteuern. Im Ausland ist das Neukundengeschäft entscheidender für den Unternehmenserfolg.

Wir haben die neuen Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2021 in unser DCF-Bewertungsmodell berücksichtigt und ein geringe Kurszielanhebung auf 35,50 € (bisher: 35,30 €) ermittelt. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§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>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 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>

§ 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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

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 § 85 WpHG und Art. 20 MAR 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 analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (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 oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. 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 oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments 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 Dritten und/oder Emittent
- (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.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds 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, Karin Jägg, Email: jaegg@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) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

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