



Researchstudie (Anno)

USU Software AG

USU

- **Neue Rekordumsätze und starkes Ergebniswachstum erreicht**
 - **Sehr solide Vermögenslage vorhanden**
- **Auch bei stärkerer Covid-19-Auswirkung positives Ergebnis erwartet**

Kursziel: 19,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 18

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: 19,00 €
(bisher: 19,70 €)

aktueller Kurs: 12,65
06.04.20 / XETRA / 11:47 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 136,81
EnterpriseValue³: 131,24
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 34,4 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
LBBW (ICF)

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/

Knowledge Business

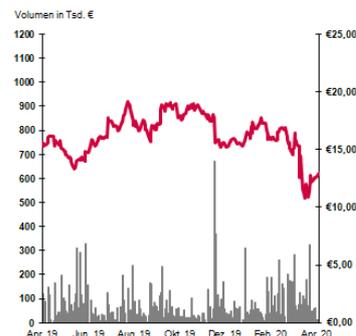
Mitarbeiter: 711 Stand: 31.12.2019

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 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatz	95,63	92,27	112,77	124,05
EBIT	4,05	3,56	9,55	12,74
bereinigtes EBIT	6,23	5,05	10,90	14,09
Jahresüberschuss	5,27	2,69	7,18	9,56

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,50	0,26	0,68	0,91
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,40	0,40

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,37	1,42	1,16	1,06
EV/EBIT	32,40	36,86	13,74	10,30
EV/bereinigtes EBIT	21,07	25,99	12,04	9,31
KGV	25,96	50,86	19,05	14,31
KBV	2,27			

Finanztermine

26.05.2020: Q1-Bericht 2020
26.06.2020: Hauptversammlung
31.08.2020: Q2-Bericht 2020
16.11.2020: Q3-Bericht 2020

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
05.03.2020: RS / 19,70 / KAUFEN
22.11.2019: RS / 19,70 / KAUFEN
02.09.2019: RS / 24,70 / KAUFEN
27.05.2019: RS / 24,70 / KAUFEN
02.04.2019: RS / 24,70 / KAUFEN

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Anstieg der Umsatzerlöse um 5,7 % auf 95,63 Mio. € (VJ: 90,49 Mio. €) hat die USU Software AG in 2019 einen neuen Umsatzrekordwert erreicht und damit die zuletzt im Rahmen der Q3-Berichterstattung reduzierte Prognosebandbreite leicht übertroffen (93 – 95 Mio. €). Wesentlich zum Umsatzanstieg haben dabei insbesondere die Lizenz Erlöse (+12,8 % auf 15,01 Mio. €), die zum Teil aus Neuverträgen sowie zum Teil aus Projekten stammen, die Ende 2018 noch verschoben wurden, beigetragen. Parallel dazu steigerte die Gesellschaft das Niveau der wiederkehrenden Erträge um 10,7 % auf 28,74 Mio. € (VJ: 25,97 Mio. €). Hier sind die Wartungserlöse sowie SaaS-Umsätze enthalten. Branchentypisch legten dabei die SaaS-Umsätze um 39,1 % auf 6,92 Mio. € (VJ: 4,97 Mio. €) stark zu. Lediglich bei den Beratungserlösen verzeichnete die USU-Gruppe mit -1,0 % auf 49,91 Mio. € (VJ: 50,42 Mio. €) einen leichten Umsatzrückgang.
- Die dynamische Umsatzentwicklung bei den margenstarken Produkterlösen (Lizenzen; SaaS; Wartung) hatte einen starken Anstieg des bereinigten EBIT um 50,9 % auf 6,23 Mio. € (VJ: 4,13 Mio. €) zur Folge. Als Vorbereitung für das künftige Wachstum hatte die Gesellschaft in den vergangenen Jahren den Mitarbeiterbestand stark ausgebaut. Zwischen 2015 und 2019 kletterte die Anzahl der USU-Beschäftigten von 498 auf 711. Der damit korrespondierende Anstieg beim Personalaufwand stand einer noch besseren Entwicklung des bereinigten EBIT entgegen, sollte jedoch in den kommenden Geschäftsjahren nicht mehr so stark ansteigen.
- Vor dem Hintergrund der Covid-19-Krise ist ein besonderes Augenmerk auf die solide Bilanzausstattung der USU Software AG zu legen. Daraus lässt sich erkennen, ob die Gesellschaft auch längere Phasen einer konjunkturellen Schwäche gut überstehen kann. Mit einem Eigenkapital in Höhe von 60,20 Mio. € und einer EK-Quote von 57,6 % sowie liquiden Mitteln in Höhe von 10,41 Mio. € verfügt die USU-Gruppe über sehr solide Bilanzrelationen. Neben dem ohnehin stets positiven Cashflow, der in 2019 stark auf 9,52 Mio. € (VJ: 2,00 Mio. €) angestiegen ist, hat die USU Software AG zudem die Möglichkeit, jederzeit Bankkredite aufzunehmen.
- Die vom USU-Vorstand veröffentlichte 2020er Prognose eines Umsatzwachstums auf 102 – 105 Mio. € sowie eines bereinigten EBIT-Anstiegs auf 7,5 – 10 Mio. € basiert auf der Erwartung eines weiterhin dynamischen Produktegeschäftes sowie eines leichten Umsatzwachstums im Servicegeschäft. Eine Vielzahl an nennenswerten Neuaufträgen in den ersten Monaten 2020 liefert eine gute Basis hierfür. Allerdings sind in der aktuellen Unternehmens-Guidance mögliche Covid-19 Auswirkungen nicht enthalten. Zwar verfügt die Gesellschaft über ein hohes Level an wiederkehrenden Umsätzen, über einen hohen Auftragsbestand sowie über eine sehr gute Vermögensausstattung, wir stufen die aktuelle Unternehmens-Guidance als „Best Case“-Szenario ein. Zur Herleitung unserer 2020er Prognosen haben wir dabei eine Szenario-Analyse erstellt, die einen jeweils 10%igen Umsatzrückgang gegenüber unseren bisherigen Schätzungen (lagen innerhalb der USU-Guidance) berücksichtigen. Selbst bei 20 % niedrigeren Umsätzen würde die Gesellschaft unseren Berechnungen zur Folge noch ein positives Ergebnissniveau aufweisen. Für unsere 2020er Prognosen haben wir das mittlere „Realistic Case“-Szenario herangezogen.
- Für die Prognosen der Geschäftsjahre 2021 und 2022 orientieren wir uns an die Mittelfristprognose der Gesellschaft, wonach ein durchschnittliches organisches Wachstum in Höhe von 10 % erwartet und bis 2024 ein Anstieg der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % unterstellt wird. In dieser Annahme haben wir die möglichen Covid-19-Auswirkungen auf das laufende Geschäftsjahr beschränkt.

- Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein Kursziel in Höhe von 19,00 € (bisher: 19,70 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist eine Folge der Berücksichtigung möglicher Covid-19-Auswirkungen und damit der Reduktion der Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2020. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich derzeit ein Kurspotenzial in Höhe von 53,2 % und wir vergeben daher das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

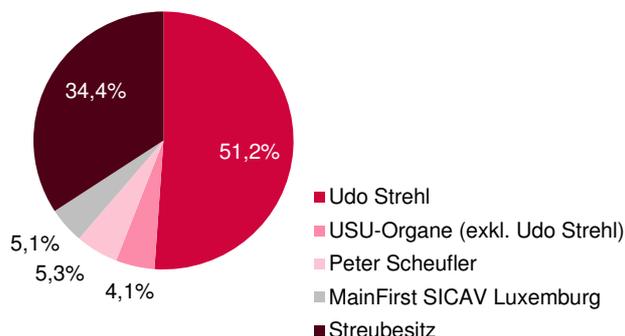
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Produkte	6
Business- und IT-Servicemanagement	6
Software-Lizenzmanagement	6
Business Service Monitoring	6
Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions	6
Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions	7
Referenzkunden	7
Markt und Marktumfeld	8
Unternehmensentwicklung	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2019	10
Umsatzentwicklung 2019	10
Ergebnisentwicklung GJ 2019	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Prognose und Bewertung	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

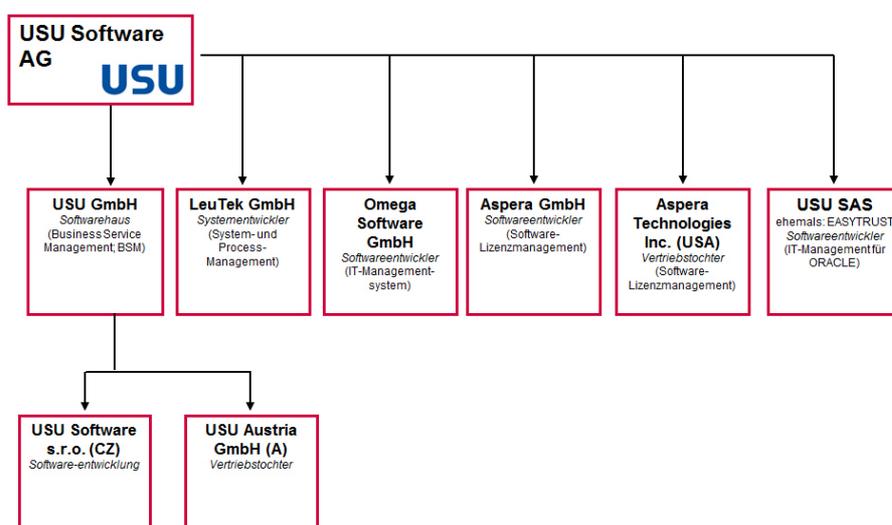
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	4,1 %
Peter Scheufler	5,3 %
MainFirst SICAV Luxemburg	5,1 %
Streubesitz	34,4 %

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach der in 2018 erfolgten Verschmelzung der B.I.G. Social Media GmbH und der unitB technology GmbH auf die USU GmbH (vorher: USU AG) umfasst der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe derzeit acht 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 im Mai 2017 der Erwerb der in Frankreich ansässigen EASYTRUST SAS (umfirmiert in USU SAS), womit die Präsenz im französischen Markt gesteigert werden soll. USU SAS ist ein Softwarehersteller im Bereich der automatischen Erkennung und Analyse von Hard- und Software (IT-Management), mit dem Produktschwerpunkt auf Soft- und Hardware im Umfeld großer Rechenzentren (Fokus: ORACLE). Im Rahmen der EASYTRUST-Integration erfolgt ebenfalls eine horizontale Ausweitung der USU-Produktpalette.

Produkte

Das Leistungsspektrum der USU Software AG lässt sich in die Bereiche „Business- und IT-Servicemanagement“, „Wissens- und Lösungsdatenbanken“, „Maßgeschneiderte Anwenderlösungen“, „Software-Lizenzmanagement“ und „Business Service Monitoring“ untergliedern. Der Kerngedanke und der Vorteil beim Einsatz der USU-Produktpalette liegen in einer Steigerung der Effizienz und in der Optimierung der Kosten bei der Nutzung der Informationstechnologie.

Business- und IT-Servicemanagement

Das Kernprodukt im Business- und IT-Servicemanagement stellt die modular aufgebaute Produktsuite Valuemation dar. Dabei ermöglicht Valuemation beispielsweise neben der effektiven Bestandsverwaltung der Hard- und Software eines Unternehmens auch den sicheren Betrieb der IT und der damit verbundenen Geschäftsprozesse. Mit dem ganzheitlichen Portfolio von USU können die USU-Kunden ihre IT-Landschaft laufend aktiv transparent darstellen, verwalten, überprüfen und steuern. Das Ziel ist dabei eine kostenoptimale und servicebezogene Einbindung der IT in die Geschäftsprozesse der Unternehmen.

Software-Lizenzmanagement

Nutzer der Software SmartTrack (Software der Tochtergesellschaft Aspera GmbH) können mit Hilfe eines eigenentwickelten Softwarekatalogs eine Bilanz über die im Einsatz befindlichen Softwarelizenzen erstellen. Damit können einerseits Unterlizenzierungen schnell offengelegt und somit etwaige Strafzahlungen oder Rechtsverfolgungen vermieden werden. Andererseits lassen sich für die Nutzer von SmartTrack aber auch Überlizenzierungen erkennen und somit Einsparpotenziale realisieren. Laut Aussagen der Gesellschaft können Kunden ihre Softwareinvestitionen um bis zu 30 % reduzieren. Damit wäre der Einsatz von SmartTrack in der Regel bereits nach einem Jahr amortisiert. SmartTrack ist ein Bestandteil der Kernproduktsuite Valuemation, welche ihrerseits dem Business Service Management zugeordnet werden kann.

Business Service Monitoring

Über das ZIS-System der Tochtergesellschaft LeuTek GmbH können alle Bereiche und Ressourcen eines Rechenzentrums überwacht, gesteuert und bedient werden. Im Rahmen der Ausrichtung der USU-Gruppe auf den Wachstumsmarkt des wissensbasierten Service Management erfolgte die Anbindung der ZIS-Produkte von LeuTek an die Produktsuite Valuemation.

Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions

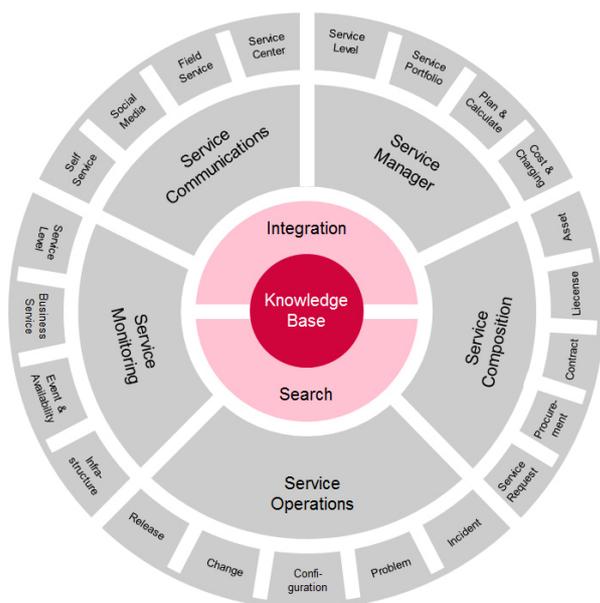
Das Kernprodukt dieses Bereiches ist das USU KnowledgeCenter, eine modular aufgebaute und webbasierte Produktsuite für die Informationsbereitstellung in wissensintensiven Geschäftsprozessen. Ein wichtiges Modul des USU KnowledgeCenter ist der USU KnowledgeMiner, eine selbstlernende Suchmaschine, deren Technologie patentiert wurde. Adressiert werden Unternehmen, die schnell auf strukturierte und unstrukturierte Informationen zurückgreifen müssen und auf eine schnelle Informationsversorgung der Anwender abzielen. Eine der wichtigsten Zielgruppen in diesem Bereich sind beispielsweise Call Center, die eine Vielzahl unterschiedlichster Auskünfte erteilen müssen und daher in großen, heterogen verteilten Datenmengen recherchieren. Auch die Social-Media-Technologie der übernommenen BIG Social Media GmbH soll in der Wissensdatenbank USU KnowledgeCenter integriert werden. Durch diese Verknüpfung, woraus

sich für die USU im Bereich des wissensbasierten Servicemanagement ein Alleinstellungsmerkmal ergibt, sollen die USU-Kunden zusätzlich auch Informationen über Kunden- und Markttrends herauslesen können. Durch den strategischen Zusammenschluss verspricht sich die Gesellschaft zudem weitere internationale Wachstumspotenziale.

Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions

Aufträge, welche einen individuellen Charakter vorweisen, werden diesem Bereich zugeordnet. In der Regel handelt es sich hier um eine reine Anwendungsentwicklung von Softwarelösungen gemäß den Anforderungen des Kunden. Somit erreicht die USU über den Bereich Business Solutions einen hohen Individualisierungsgrad. Insofern entspricht der Bereich Business Solutions dem Segment Servicegeschäft der USU-Gruppe. In Einzelfällen können dabei auch die USU-Standardprodukte zum Einsatz kommen, beispielsweise im Projekt 115 der Bundesregierung zum Aufbau einer deutschlandweiten Behördenhotline, in welcher eine Wissensmanagement-Lösung auf Grundlage des USU KnowledgeCenter die Basis der Informationsversorgung der Bürger bildet.

Die Knowledge Business Produktsuite der USU-Gruppe



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Referenzkunden

Mit ihren Produkten hat die USU Software AG einen namhaften Kundenstamm aufgebaut. Vertreten sind Unternehmen verschiedener Branchen, wodurch keine spezifische Branchenabhängigkeit gegeben ist:

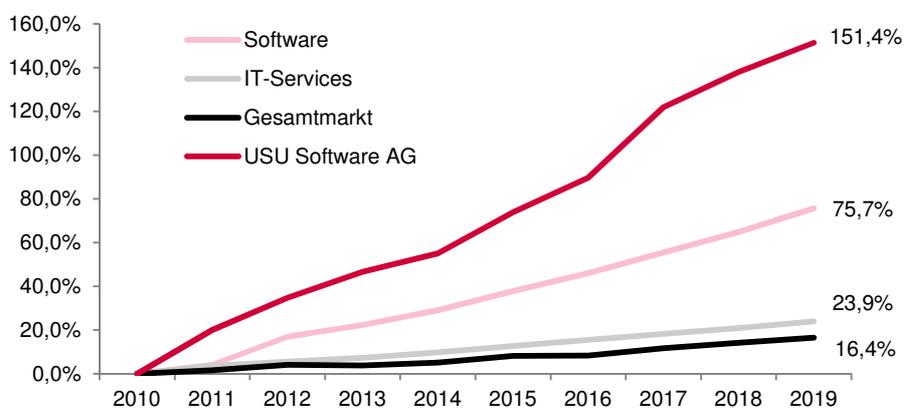


Bayer HealthCare

MARKT UND MARKTUMFELD

Die USU Software AG ist mit der dargestellten Produktpalette dem Marktbereich „Software“ und „IT-Services“ zuzuordnen und demnach in Teilsegmenten tätig, die insbesondere in den vergangenen Jahren von dynamischen Wachstumsraten geprägt waren. Besonders der Bereich „Software“ legte in Deutschland im vergangenen Jahr um weitere 6,6 % zu. Im langjährigen Vergleich (2010 – 2019) kletterten die Umsätze im Softwarebereich jährlich um durchschnittlich 6,5 %, was in Summe einem Wachstum von 75,7 % entspricht. Zwar ist das Untersegment „IT-Services“ mit einem durchschnittlichen Wachstum von 2,4 % im Vergleich dazu deutlich weniger dynamisch, dennoch gelang es der USU Software AG am vorhandenen Marktwachstum überproportional zu partizipieren. Die Gesellschaft erzielte im gleichen Zeitraum ein durchschnittliches Umsatzwachstum in Höhe von 10,8 %, was sich auf 151,4 % aufsummiert:

Marktentwicklung und Umsatzentwicklung USU Software AG



Quelle: Bitkom, USU Software AG; GBC AG

Auch wenn die mittelfristigen Marktaussichten weiterhin von der zunehmenden branchenübergreifenden Digitalisierung geprägt sind, dürfte die kurzfristige Entwicklung von den Auswirkungen im Zusammenhang mit der Ausbreitung von Covid-19 stark geprägt sein. Diesbezüglich hatte der Bitkom-ifo-Digitalindex im Februar bereits einen Dämpfer bekommen. Die Unternehmen bewerteten die Geschäftslage deutlich schlechter, was zum stärksten Rückgang bei der Einschätzung der Geschäftslage seit 2017 geführt hatte. Aufgrund der sehr dynamischen Entwicklung der vergangenen Wochen könnte sich die Einschätzung der Unternehmen sogar weiter verschlechtert haben. Ohnehin lassen sich aktuell keine belastbaren kurzfristigen Prognosen erstellen, weswegen wir im Rahmen dieser Studie, die zuletzt verfügbaren Bitkom-Schätzungen von Januar 2020 lediglich als Gradmesser für die mittelfristige Branchenentwicklung heranziehen können. Unbestritten ist jedoch, dass der Digitalisierungstrend, als wichtigster Markttreiber, nach der Rückkehr zur Normalität sogar zusätzlichen Antrieb erhalten könnte. Video-Konferenzen, Home-Office-Anwendungen, Datendigitalisierung etc. sind Schlagwörter, die für den zusätzlichen Bedarf an Digitalisierungslösungen stehen.

Noch im Januar 2020 rechnete der Branchenverband Bitkom für das laufende Jahr mit einem anhaltenden konstanten Wachstum in beiden Untersegmenten „Software“ und „IT-Services“. Diese Prognose dürfte unserer Ansicht nach nicht zu erreichen sein, sie liefert jedoch einen Hinweis über die mittelfristige Marktentwicklung. Mittelfristig dürfte die USU Software AG mit den auf Effizienzsteigerungen und damit auf Kosteneinsparungen ausgerichteten Softwarelösungen auch wieder überproportional vom Marktwachstum profitieren.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	90,49	95,63	92,27	112,77	124,05
Herstellungskosten	-43,55	-46,17	-43,83	-53,23	-58,30
Bruttoergebnis vom Umsatz	46,93	49,46	48,44	59,54	65,75
Marketing- und Vertriebskosten	-18,80	-18,86	-18,20	-21,29	-22,78
Allgemeine und Verwaltungskosten	-10,60	-12,18	-12,50	-12,75	-13,39
Forschungs- und Entwicklungskosten	-15,33	-15,80	-15,00	-16,70	-17,54
sonstige betriebliche Erträge	1,16	1,94	1,02	1,00	0,90
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,66	-0,50	-0,20	-0,25	-0,20
EBIT	2,71	4,05	3,56	9,55	12,74
Zinserträge	0,18	0,10	0,12	0,12	0,10
Zinsaufwendungen	-0,08	-0,11	-0,10	-0,10	-0,10
Ergebnis vor Steuern	2,81	4,05	3,58	9,57	12,74
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,85	1,22	-0,90	-2,39	-3,19
Jahresüberschuss	0,96	5,27	2,69	7,18	9,56
EBITDA	5,51	9,92	6,31	12,15	15,29
in % der Umsatzerlöse	6,1%	10,4%	6,8%	10,8%	12,3%
EBIT	2,71	4,05	3,56	9,55	12,74
in % der Umsatzerlöse	3,0%	4,2%	3,9%	8,5%	10,3%
bereinigtes EBIT	4,13	6,23	5,05	10,90	14,09
in % der Umsatzerlöse	4,6%	6,5%	5,5%	9,7%	11,4%
Ergebnis je Aktie in €	0,09	0,50	0,26	0,68	0,91
Dividende je Aktie in €	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2019

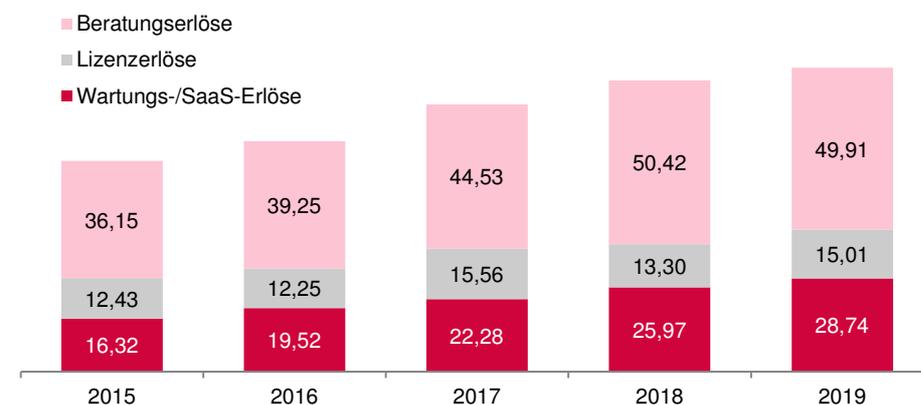
GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019
Umsatzerlöse	84,36	90,49	95,63
davon Produkt	64,53	68,43	74,35
davon Service	19,70	21,79	21,08
EBITDA	6,84	5,51	9,92
EBITDA-Marge	8,1%	6,1%	10,4%
EBIT	3,22	2,71	4,05
EBIT-Marge	3,8%	3,0%	4,2%
bereinigtes EBIT	6,13	4,13	6,23
bereinigte EBIT-Marge	7,3%	4,6%	6,5%
Jahresüberschuss	3,37	0,96	5,27
EPS in €	0,32	0,09	0,50

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2019

Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 5,7 % auf 95,63 Mio. € (VJ: 90,49 Mio. €) hat die USU Software AG das Geschäftsjahr 2019 positiv abgeschlossen. Der erreichte neue Umsatzrekordwert lag dabei knapp oberhalb der von der Gesellschaft im Rahmen der 9 Monats-Berichterstattung reduzierten Prognosebandbreite von 93 – 95 Mio. €. Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 12,8 % auf 15,01 Mio. € (VJ: 13,30 Mio. €) waren die besonders margenstarken Lizenzträge ein wichtiger Treiber des erreichten Umsatzwachstums. Zum Ende des Geschäftsjahres 2018 war die USU-Gruppe noch von Projektverschiebungen mit US-amerikanischen Kunden betroffen, die zum Teil in 2019 zum Abschluss geführt wurden. Es wurden darüber hinaus neue Kundenaufträge im In- und Ausland gewonnen.

Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



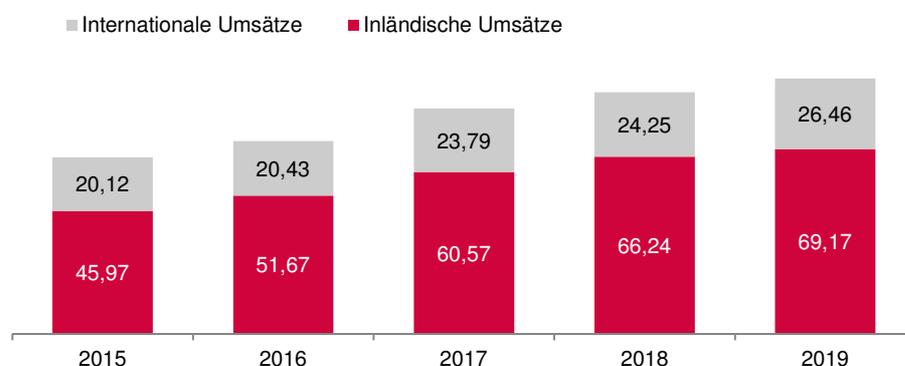
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Parallel dazu hatte sich der Trend steigender SaaS-Erlöse in 2019 fortgesetzt, was anhand des Anstiegs bei den Wartungserlösen in Höhe von 10,7 % auf 28,74 Mio. € (VJ: 25,97 Mio. €) ersichtlich wird. Bei dieser Umsatzgröße handelt es sich um wiederkehrende Erlöse, die eine gute Basis für die künftige Umsatzentwicklung darstellen. Innerhalb dieser Umsatzposition legte aufgrund Neuaufträgen insbesondere das SaaS-Geschäft um 39,1 % auf 6,92 Mio. € (VJ: 4,97 Mio. €) zu, was nochmals als eine Bestätigung des derzeit vorherrschenden Trends hin zu einem größeren Anteil an SaaS-Umsätzen zu sehen ist. Insgesamt führt dies zu einer Verflachung, jedoch zu einer Verstärkung des Umsatzwachstums.

Die Beratungserlöse blieben hingegen mit 49,91 Mio. € (VJ: 50,42 Mio. €), infolge des leichten Rückgangs des Service-Geschäftes, um -1,0 % unter dem Vorjahreswert. Bereits unterjährig hatte sich hier die vergleichsweise geringere Umsatzdynamik abgezeichnet. Nach Unternehmensangaben hatte hier eine stärkere Ausrichtung auf Bereiche abseits des Automotive-Segments stattgefunden, wo typischerweise geringere Umsatzvolumina umgesetzt werden.

Die von 2018 in das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 verschobenen Neuaufträge betrafen hauptsächlich US-Kunden, was letztendlich zu einem überproportionalen Anstieg der internationalen Umsätze um 9,1 % auf 26,46 Mio. € (VJ: 24,25 Mio. €) geführt hatte. Das Auslandsgeschäft profitierte dabei insbesondere vom dynamischen US-Geschäft. Demgegenüber entwickelte sich aber die französische Tochtergesellschaft USU SAS noch unter den Erwartungen. Hier wurde eine Neuausrichtung mit einer damit verbundenen Neuaufstellung des Vertriebsmanagements vorgenommen.

Regionale Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)

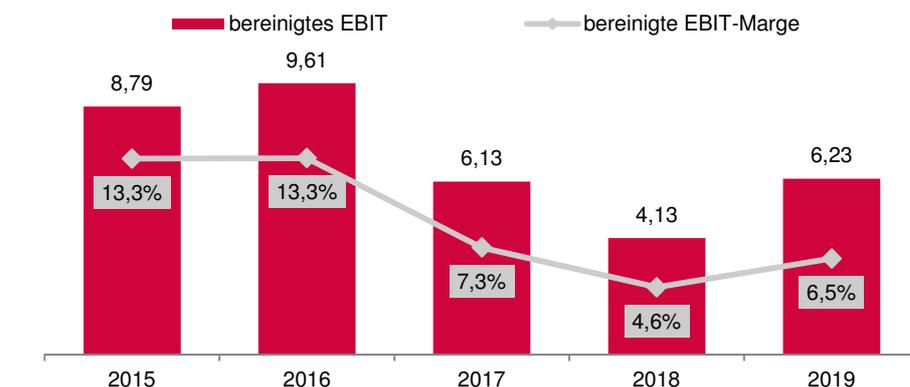


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung GJ 2019

Der zunehmende Anteil an margenstarken Lizenzerlösen sowie Wartungs-/SaaS-Umsätzen geht typischerweise mit einer Verbesserung der Ergebnismargen einher. Dies ist auch für das abgelaufene Geschäftsjahr 2019 der Fall, in dem beim bereinigten EBIT mit 6,23 Mio. € (VJ: 4,13 Mio. €) der Vorjahreswert um 50,9 % übertroffen wurde. Aufgrund des zunehmenden Anteils an SaaS-Umsätzen war die USU-Gruppe noch nicht in der Lage an die Ergebnisrekordwerte der Geschäftsjahre 2015 und 2016 anzuknüpfen (bereinigte EBIT-Marge jeweils: 13,3 %). Analog zur Aufteilung der Umsätze über die Vertragslaufzeit findet auch hier eine Verstetigung der Ergebnisse statt.

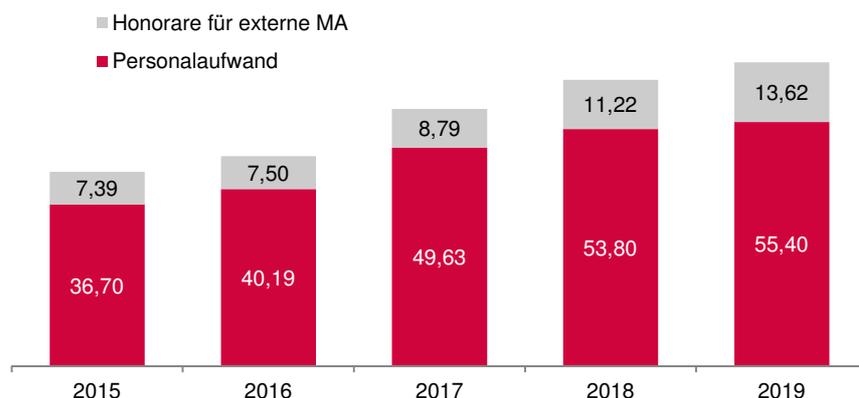
Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Einer besseren Rentabilitätsentwicklung stand darüber hinaus der in den vergangenen Geschäftsjahren erfolgte bewusste Ausbau des Personalbestandes entgegen, als Grundlage für das erwartete künftige Wachstum. In einem bislang stark umkämpften Markt für IT- und Beratungs-Personal weist die Gesellschaft zum 31.12.19 mit 711 Beschäftigten (31.12.18: 694) eine nochmals erhöhte Mitarbeiterzahl aus. Im Vergleich hierzu hatte die Gesellschaft zum 31.12.2015 gerade einmal 498 Mitarbeiter beschäftigt. Letztendlich hatte diese Entwicklung zu einer jeweils überproportionalen Steigerung beim Personalaufwand geführt. Zudem wurden in den vergangenen Geschäftsjahren zunehmend externe Mitarbeiter in Kundenprojekte eingebunden, was einen Anstieg der entsprechenden Honorare zur Folge hatte.

Personalaufwand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das bereinigte EBIT war zudem von außerordentlichen Aufwendungen und Erträgen geprägt, die sich in Summe jedoch nahezu ausgeglichen haben. Es wurden einerseits außerplanmäßige Abschreibungen auf Geschäfts- und Firmenwerte der französischen Tochtergesellschaft USU SAS in Höhe von 0,79 Mio. € vorgenommen. Diese waren infolge der noch unter den Erwartungen liegenden Geschäftsentwicklung notwendig geworden. Dem stehen jedoch in nahezu gleicher Höhe außerordentliche Erträge aus der Übertragung von Pensionsverpflichtungen der USU GmbH an die AUSUM GmbH (0,83 Mio. €) entgegen.

Einen deutlichen Sprung verzeichnete die USU Software AG beim Nachsteuerergebnis auf 5,27 Mio. € (VJ: 0,96 Mio. €). Nachdem das Geschäftsjahr 2018 noch einen überdurchschnittlich hohen Steueraufwand ausgewiesen hatte, wurden in 2019 latente Steuern auf steuerliche Verlustvorräte aktiviert und damit ein noch nicht liquiditätswirksamer Steuerertrag in Höhe von 1,22 Mio. € (VJ: -1,85 Mio. €) ausgewiesen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

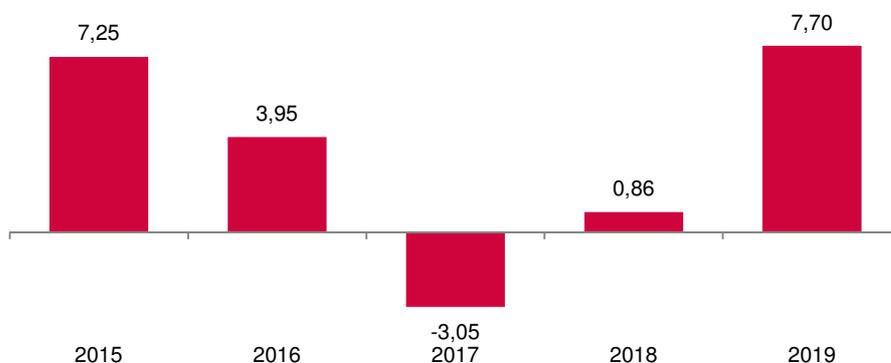
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
Eigenkapital	63,01	59,67	60,20
EK-Quote (in %)	63,4%	62,7%	57,6%
Operatives Anlagevermögen	52,93	51,31	58,24
Working Capital	-2,01	-0,43	-3,62
Liquide Mittel	15,73	9,45	10,41
Cashflow - operativ	5,17	2,00	9,52
Cashflow - Investition	-8,23	-1,14	-1,82
Cashflow - Finanzierung	-4,21	-4,21	-6,77

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Bilanzanalyse der USU Software ist insbesondere vor dem Hintergrund der aktuellen Covid-19-Krise zu betrachten. Dabei ist das Augenmerk auf der Solidität der Bilanzkennzahlen zu legen, womit auch möglicherweise längere Phasen eines rückläufigen Geschäftsumfanges abgefangen werden können. Einen guten Anhaltspunkt hierzu liefert die traditionell gute Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft. Zum 31.12.19 verfügte die USU-Gruppe mit einem Eigenkapital in Höhe von 60,20 Mio. € über eine EK-Quote von 57,6 % (31.12.18: 62,7 %). Die rückläufige EK-Quote ist dabei ausschließlich eine Folge der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 und damit der erstmaligen Bilanzierung der Leasing-Nutzungsrechte in Höhe von 8,53 Mio. €. Bereinigt um diesen Effekt wäre die EK-Quote mit 62,8 % stabil geblieben.

Auch zum Jahresende 2019 hat die USU Software AG keinerlei Bankverbindlichkeiten in Anspruch genommen. Ein etwaiger kurzfristiger Liquiditätsengpass, auch wenn dieser aktuell nicht vorliegt, könnte so durch Kreditaufnahmen gut aufgefangen werden. Dass aber die Gesellschaft weit von so einer Situation entfernt ist, lässt sich anhand der unverändert umfangreichen Liquiditätsausstattung in Höhe von 10,41 Mio. € (31.12.18: 9,45 Mio. €) erkennen. Eine gute Basis für die Liquiditätsentwicklung ist der erneut positive freie Cashflow der Gesellschaft, der im vergangenen Geschäftsjahr mit 7,70 Mio. € sogar deutlich zugelegt hatte. Zum Teil ist der starke Anstieg des operativen Cashflows auf eine Reduktion des Working Capitals zurückzuführen. Überwiegend findet sich hier jedoch der höhere Geschäftsumfang des vergangenen Geschäftsjahres wieder:

Freier Cashflow (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Gesellschaft ist mit ihren gewohnt soliden Bilanzstrukturen unserer Ansicht nach sehr gut gerüstet, um auch länger eine möglicherweise eingeschränkte Geschäftstätigkeit überstehen zu können.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020e	GJ 2021e	GJ 2022e
Umsatzerlöse	95,63	92,27	112,77	124,05
EBIT	4,05	3,56	9,55	12,74
<i>EBIT-Marge</i>	<i>4,2%</i>	<i>3,9%</i>	<i>8,5%</i>	<i>10,3%</i>
bereinigtes EBIT	6,23	5,05	10,90	14,09
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	<i>6,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,7%</i>	<i>11,4%</i>
Jahresüberschuss	5,27	2,69	7,18	9,56
EPS in €	0,50	0,26	0,68	0,91

Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr 2020 rechnet der USU-Vorstand mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 102 – 105 Mio. €, was einer Beschleunigung des Wachstumskurses gleichkommen würde. Gleichzeitig soll das bereinigte EBIT auf 7,5 – 10 Mio. € steigen. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes wurde zudem die Mittelfristplanung bestätigt, wonach für die kommenden Geschäftsjahre ein durchschnittliches organisches Wachstum von jeweils 10 % erwartet sowie bis zum Geschäftsjahr 2024 ein Ausbau der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % unterstellt wird.

Als Grundlage für die positive Erwartungshaltung für das laufende Geschäftsjahr 2020 wird insbesondere das in den vergangenen Berichtsperioden ausgebaute **SaaS-Geschäft** genannt, was den Anteil wiederkehrender Umsätze erheblich gesteigert hat. Dabei rechnet der Vorstand mit einem deutlichen Ausbau des 2019er SaaS-Umsatzes in Höhe von 6,92 Mio. €. Rund 30 % aller neuen Kundenaufträge sollen gemäß Unternehmenserwartungen als SaaS-Aufträge gewonnen werden. Darüber hinaus sollen die **Lizenerträge** im Zuge eines erwarteten dynamischen Neukundengeschäftes ebenfalls spürbar zulegen. Hier wird insbesondere ein steigendes Auslandsgeschäft, einerseits aus einem wachsenden US-Geschäft sowie andererseits aus der Umsatzsteigerung der neu aufgestellten französischen Tochtergesellschaft, erwartet. Ein Beleg für die Wachstumsimpulse im Neukundenbereich liefern die in den ersten beiden Monaten 2020 gemeldeten Neuverträge. Die amerikanische Gesundheitsbehörde NIH hatte beispielsweise einen Vertrag über 5,0 Mio. US-Dollar unterzeichnet. Nachdem zu Jahresanfang Dienstleistungsverträge mit der Landesoberbehörde IT Baden-Württemberg und dem Bayerischen Landesamt für Umwelt gewonnen wurden, hatte die Aspera die Gewinnung von zwei Neukunden in den USA bekannt gegeben. Schließlich sollte auch das **Servicegeschäft**, für das in Q4 2019 neue Serviceaufträge gewonnen und wo in 2020 mit der Gewinnung weiterer Kunden gerechnet wird, wieder steigende Umsätze erzielen. Dabei plant die USU-Gruppe für 2020 hier mit einem Wachstum in Höhe von 4,5 %.

Diese Planungen berücksichtigen jedoch keine möglichen negativen Auswirkungen der aktuellen Covid-19-Krise. Wie derzeit üblich, ist es für den Unternehmensvorstand nicht möglich, die genauen Auswirkungen einzuschätzen und damit zu beziffern. In der Telefonkonferenz anlässlich der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes war der USU-Vorstand Bernhard Oberschmidt jedoch insgesamt positiv gestimmt, die aktuelle Krise gut überstehen zu können. Folgende Punkte wurden diesbezüglich besonders herausgestellt:

- Die Produkte der USU Software AG dienen der Verbesserung der digitalen Infrastruktur der Kunden. Für die Bewältigung der aktuellen Covid-19-Krise sind viele Unternehmen auf gut laufende digitale Prozesse angewiesen, was kurz- aber auch mittelfristig für die USU Software AG mit zusätzlichen Aufträgen einhergehen könnte.
- Kunden aus den besonders stark betroffenen Industrien machen mit 10-15 % der Umsätze einen nur geringen Anteil am USU-Gesamtumsatz aus.

- Das USU-Geschäftsmodell erlaubt im Umgang mit der aktuellen Situation eine hohe Flexibilität. Der Großteil der Mitarbeiter kann, ohne nennenswerte Effektivitätsverlusten, das Home Office-Modell anwenden. Selbst Serviceaufträge können im Rahmen von Video-Konferenzen und Remote-Anwendungen abgearbeitet werden.
- Mit dem starken Anstieg der SaaS-Umsätze verfügt die Gesellschaft über ein hohes Level an wiederkehrenden Umsätzen. Darüber hinaus verfügt die USU-Gruppe zum 31.12.2019 über einen konzernweiten Auftragsbestand in Höhe von 49,22 Mio. € (VJ: 49,18 Mio. €), was einem neuen Rekordwert entspricht.
- Die bilanzielle Ausstattung sowie die Liquiditätssituation sind als sehr komfortabel einzustufen, und ermöglichen es auch längere Phasen einer konjunkturellen Verwerfung durchzustehen.

Auch wenn diese Aussagen insgesamt die Solidität, hohe Flexibilität sowie das attraktive Produktumfeld der USU Software AG untermauern, so gehen wir davon aus, dass die vom Vorstand veröffentlichte Prognose für 2020 ein „Best Case“-Szenario darstellt. Nachfolgend haben wir die 2020er Umsatz- und Ergebnisprognosen einer Sensitivitätsanalyse unterzogen, wobei wir in den einzelnen Szenarien „Realistic Case“ und „Worst Case“, ausgehend von unseren bisherigen Schätzungen (siehe Research Comment vom 05.03.2020), die am unteren Rand der Unternehmens-Guidance liegen, jeweils um 10% niedrigere Umsätze unterstellen.

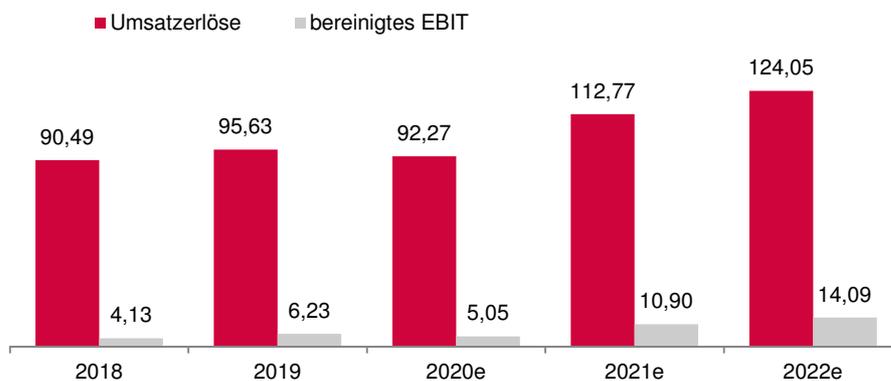
Szenario-Analyse

GuV (in Mio. €)	GJ 2020e (Best Case)	GJ 2020e (Realistic Case)	GJ 2020e (Worst Case)
		-10 %	-20 %
Umsatzerlöse	102,52	92,27	82,02
EBIT	6,09	3,56	0,20
bereinigtes EBIT	7,57	5,05	1,68
Jahresüberschuss	4,58	2,69	0,17

Quelle: GBC AG

Diese Szenario-Analyse umfasst dabei nur das laufende Geschäftsjahr 2020, womit wir davon ausgehen, dass in den kommenden Geschäftsjahren 2021 und 2022 keine negativen Covid-19-Effekte verzeichnet werden. Wir gehen sogar von Aufholeffekten aus, so dass wir unsere Prognosen für die kommenden beiden Geschäftsjahre an die Mittelfristplanung des USU-Managements angelehnt haben. Vom Realistic Case-Szenario ausgehend, unterstellen wir folgende Umsatz- und Ergebnisprognosen, die als Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell dienen:

Prognose Umsatzerlöse und bereinigtes EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2020-2022 in Phase 1, erfolgt von 2023 bis 2027 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 12,3 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % 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 2,5 %.

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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,0 % (bisher: 1,0 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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 1,11.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,09 % (bisher: 7,09 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,09 % (bisher: 7,09 %).

Bewertungsergebnis

In unserem Realistic Case-Szenario, welches 10 % niedrigere Umsatzerlöse als unsere bisherigen 2020er Schätzungen unterstellt, haben wir ein Kursziel in Höhe von 19,00 € (bisher. 19,70 €) ermittelt. Insgesamt verhält sich das Kursziel auf die drei Szenarien nicht besonders sensitiv. Dies ist modeltypisch, da die Veränderungen eines einzelnen Geschäftsjahres eine nur geringe Auswirkung auf das Ergebnis hat:

Kurszielsensitivität

Best Case	Realistic Case	Worst Case
19,70 €	19,00 €	18,42 €

DCF-Modell

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	12,3%	ewige EBITA - Marge	10,6%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,6%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-0,8%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	92,27	112,77	124,05	130,25	136,77	143,60	150,79	158,32	
US Veränderung	-3,5%	22,2%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,59	1,97	2,18	2,32	2,43	2,56	2,68	2,82	
EBITDA	6,31	12,15	15,29	16,06	16,86	17,70	18,59	19,52	
EBITDA-Marge	6,8%	10,8%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	12,3%	
EBITA	3,56	9,55	12,74	13,44	14,28	15,12	16,00	16,93	
EBITA-Marge	3,9%	8,5%	10,3%	10,3%	10,4%	10,5%	10,6%	10,7%	10,6%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,89	-2,39	-3,82	-4,03	-4,28	-4,54	-4,80	-5,08	
EBI (NOPLAT)	2,67	7,17	8,92	9,41	9,99	10,58	11,20	11,85	30,0%
Kapitalrendite	4,9%	12,8%	16,0%	16,8%	18,1%	19,2%	20,4%	21,6%	22,0%
Working Capital (WC)	-2,00	-1,50	-1,00	-1,06	-1,11	-1,16	-1,22	-1,28	
WC zu Umsatz	-2,2%	-1,3%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	-0,8%	
Investitionen in WC	-1,62	-0,50	-0,50	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	57,90	57,20	57,00	56,20	56,20	56,20	56,20	56,20	
AFA auf OAV	-2,75	-2,60	-2,55	-2,62	-2,59	-2,59	-2,59	-2,59	
AFA zu OAV	4,7%	4,5%	4,5%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	
Investitionen in OAV	-2,41	-1,90	-2,35	-1,82	-2,59	-2,59	-2,59	-2,59	
Investiertes Kapital	55,90	55,70	56,00	55,14	55,09	55,04	54,98	54,92	
EBITDA	6,31	12,15	15,29	16,06	16,86	17,70	18,59	19,52	
Steuern auf EBITA	-0,89	-2,39	-3,82	-4,03	-4,28	-4,54	-4,80	-5,08	
Investitionen gesamt	-4,02	-2,40	-2,85	-1,77	-2,53	-2,53	-2,53	-2,52	
Investitionen in OAV	-2,41	-1,90	-2,35	-1,82	-2,59	-2,59	-2,59	-2,59	
Investitionen in WC	-1,62	-0,50	-0,50	0,06	0,05	0,06	0,06	0,06	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,40	7,37	8,62	10,26	10,05	10,64	11,26	11,91	233,21

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	197,17	203,78
Barwert expliziter FCFs	52,78	49,16
Barwert des Continuing Value	144,38	154,62
Nettoschulden (Net debt)	-2,78	-5,96
Wert des Eigenkapitals	199,95	209,74
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	199,95	209,74
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	19,00	19,93

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,11
Eigenkapitalkosten	7,1%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,1%

Kapitalrendite	WACC				
	6,1%	6,6%	7,1%	7,6%	8,1%
21,0%	23,05	20,37	18,30	16,64	15,29
21,5%	23,53	20,78	18,65	16,95	15,56
22,0%	24,01	21,19	19,00	17,25	15,84
22,5%	24,49	21,60	19,35	17,56	16,11
23,0%	24,97	22,01	19,70	17,87	16,38

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, Kristina Bauer, Email: bauer@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