



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

- Q1-Zahlen im Rahmen der Erwartungen**
- Starke Beratungs- und SaaS-Umsätze**
- Prognosen und Kursziel bestätigt**

Kursziel: 33,65 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 9

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: 33,65 €
(bisher: 33,65 €)

aktueller Kurs: 27,00
26.05.21 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 284,14
EnterpriseValue³: 277,35
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 10

Unternehmensprofil

Branche: Software

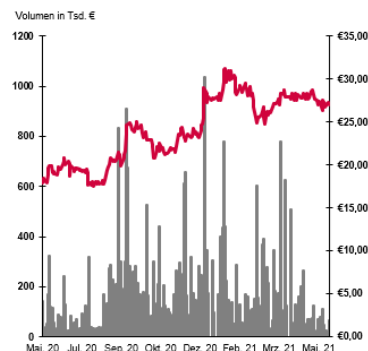
Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

Mitarbeiter: 732 Stand: 31.03.2021

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	115,71	131,91	147,74
EBIT	7,02	9,15	13,33	17,64
bereinigtes EBIT	9,24	9,85	14,03	18,34
Jahresüberschuss	5,48	6,34	9,26	12,28

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,52	0,60	0,88	1,17
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,50	0,55

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,58	2,40	2,10	1,88
EV/EBIT	39,50	30,31	20,80	15,72
EV/bereinigtes EBIT	30,02	28,16	19,77	15,12
KGV	51,81	44,85	30,68	23,14
KBV	4,60			

Finanztermine

06.07.2021: Hauptversammlung
31.08.2021: 6-Monatsbericht 2021
10-11.09.21: IR-Fahrt Rüttbauer
18.11.2021: 9-Monatsbericht 2021
22.-24.11.21: Eigenkapitalforum
07.-08.12.21: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

08.04.2020: RS / 33,65 / KAUFEN
24.11.2020: RS / 25,50 / HALTEN
03.09.2020: RS / 22,00 / HALTEN
02.06.2020: RS / 19,15 / HALTEN
06.04.2020: RS / 19,00 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

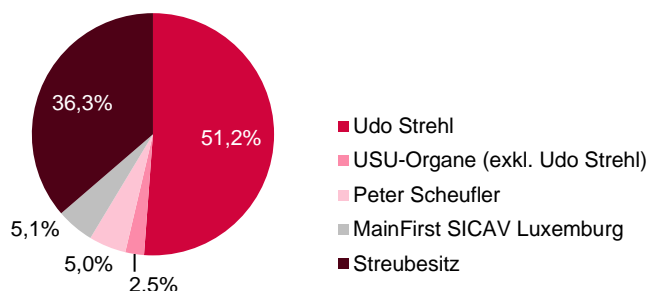
- Nachdem die USU Software AG in 2020 neue Umsatz- und Ergebnisrekordwerte erreicht hatte, ist die Entwicklung des ersten Quartals 2021 als eine Fortsetzung davon zu betrachten. Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von +3,7 % auf 27,18 Mio. € (VJ: 26,21 Mio. €) wurde der Wert des starken Vorjahresquartals übertroffen und damit ein neuer Q1-Rekordwert erreicht.
- Die gestiegene Nachfrage nach Digitalisierungsprojekten hatte dabei insbesondere zu einem Anstieg der Beratungserlöse um +11,7 % auf 16,56 Mio. € (VJ: 14,83 Mio. €) geführt. Daraus hatte sich aber auch eine verstärkte Produktnachfrage ergeben. Da mittlerweile der Produktverkauf überwiegend als SaaS erfolgt, legten die wiederkehrenden Umsätze (SaaS/Wartung) ebenfalls um +5,6 % aus 8,20 Mio. € (VJ: 7,77 Mio. €) zu. Die höheren SaaS-Umsätze gehen zu Lasten der einmaligen Lizenzerträge, die sich um -35,7 % auf 2,18 Mio. € (VJ: 3,39 Mio. €) reduziert haben.
- Der neue Umsatz-Rekordwert wurde auf Ergebnisebene von einem neuen Bestwert begleitet. Dabei verbesserte sich das bereinigte EBIT um +10,3 % auf 2,17 Mio. € (VJ: 1,97 Mio. €) und die dazugehörige bereinigte EBIT-Marge erhöhte sich auf 8,0 % (VJ: 7,5 %). Der nur moderate Kostenanstieg steht unseres Erachtens mit einer rückläufigen Anzahl an Neueinstellungen in Verbindung. Bereits in den vergangenen Berichtsperioden hatte die USU Software AG den Personalbestand deutlich ausgebaut, um für das erwartete Wachstum gut gerüstet zu sein. Zudem dürfte ein Teil der Sachkosten, auch pandemiebedingt, noch auf niedrigem Niveau liegen.
- Sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene ist der USU Software AG damit ein guter Start in das neue Geschäftsjahr gelungen. Vom aktuellen Standpunkt aus, ist die vom Management mit dem Geschäftsbericht 2020 publizierte und aktuell bestätigte Guidance gut zu erreichen. Für das laufende Geschäftsjahr wird unverändert mit einem leichten Umsatzwachstum und einem bereinigten EBIT zwischen 9 – 10 Mio. € gerechnet. Mittelfristig sollen bis 2024 ein durchschnittliches Umsatzwachstum in Höhe von 10 % und eine bereinigte EBIT-Marge von 13-15 % erreicht werden. Die angestoßene Digitalisierung bei Geschäftsprozessen sollte auch nach der Pandemie andauern und wir gehen davon aus, dass die USU Software AG weiterhin stärker als der Markt wachsen wird.
- Auch wir bestätigen unsere Prognosen und rechnen für das laufende Geschäftsjahr 2021 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +7,8 % auf 115,71 Mio. € und in den Folgejahren mit jeweils zweistelligen Wachstumsraten. Unser erwartetes bereinigtes EBIT in Höhe von 9,85 Mio. € liegt innerhalb der Unternehmens-Guidance. Für die kommenden Geschäftsjahre unterstellen wir unverändert einen kontinuierlichen Margenanstieg.
- Im Rahmen der damit unveränderten Prognosen und DCF-Bewertungsmodells liegt das von uns ermittelte Kursziel weiterhin bei 33,65 € je Aktie. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau liegt derzeit ein Aufwärtspotenzial von ca. 25 % vor und wir vergeben damit weiterhin das Rating KAUFEN.

UNTERNEHMEN

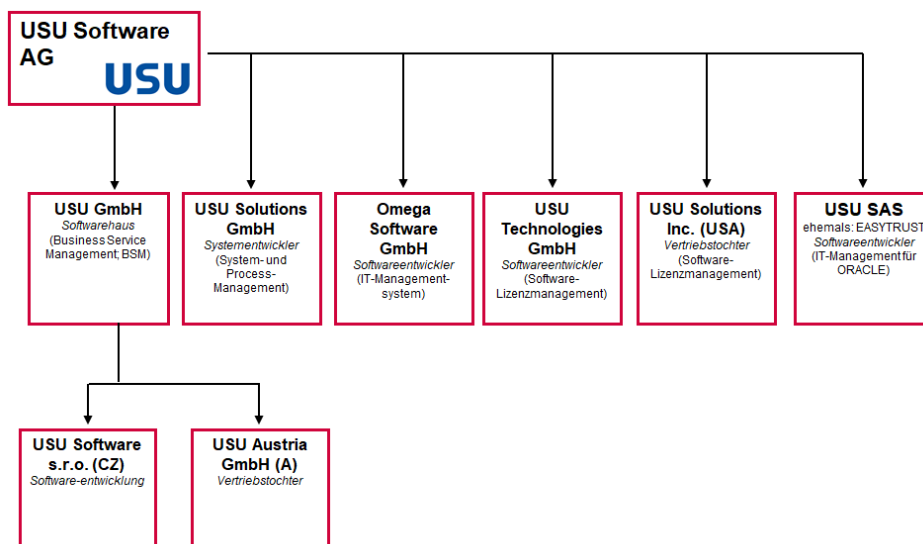
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2 %
USU-Organen (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

In den ersten drei Monaten 2021 gab es, wie auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020, keine Veränderungen im Konsolidierungskreis der USU Software AG, welcher weiterhin acht inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften umfasst. 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 Q1 2021

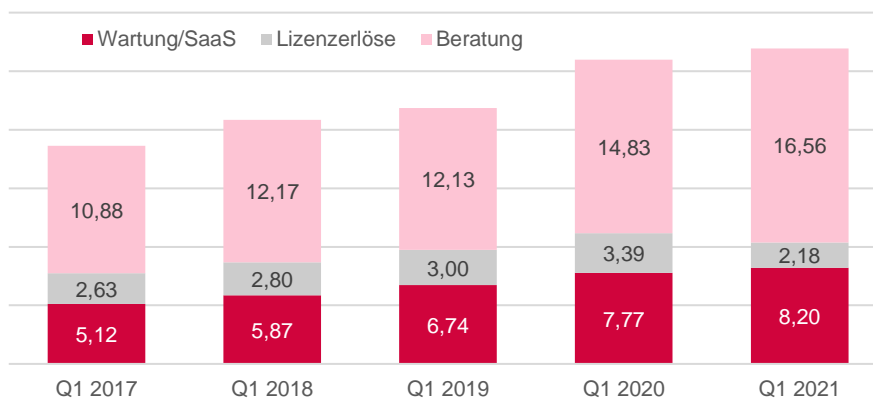
GuV (in Mio. €)	Q1 2019	Q1 2020	Q1 2021
Umsatzerlöse	21,98	26,21	27,18
davon Wartungserlöse / SaaS	6,74	7,77	8,20
davon Lizenzerlöse	3,00	3,39	2,18
davon Beratungserlöse	12,13	14,83	16,56
EBIT	-0,18	1,75	2,04
EBIT-Marge	neg.	6,7%	7,5%
bereinigtes EBIT	0,16	1,97	2,17
bereinigte EBIT-Marge	0,7%	7,5%	8,0%
Nachsteuerergebnis	-0,64	1,57	2,03

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung Q1 2021

Auch die Entwicklung des ersten Quartals 2021 zeigt, dass die USU Software AG sehr gut durch die Corona-Pandemie kommt. Nachdem im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 12,2 % ein neuer Rekordwert erreicht wurde, haben auch die Umsätze des ersten Quartals 2021 eine neue historische Bestmarke erreicht. Dabei wurden die Umsätze des ohnehin schon sehr starken Vorjahresquartals um +3,7 % auf 27,18 Mio. € (VJ: 26,21 Mio. €) übertroffen. Seit der Beginn der Corona-Pandemie lässt sich ein deutlicher Anstieg bei den Digitalisierungsprojekten erkennen, der bei der USU Software AG insbesondere mit einem Anstieg der Beratungserlöse einhergegangen ist. Gegenüber dem Vorjahr legten diese um +11,7 % auf 16,56 Mio. € (VJ: 14,83 Mio. €) besonders dynamisch zu.

Aufteilung der Q1-Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

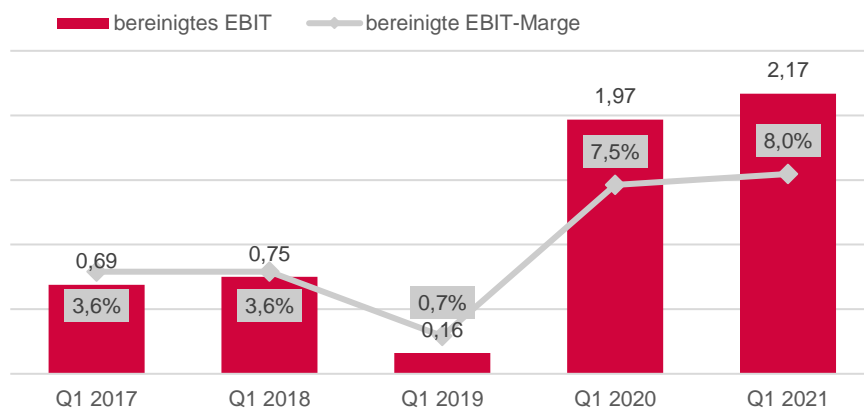
Die auch im Umfeld der Corona-Pandemie stärkere Digitalisierung bei den Geschäftsprozessen der USU-Kunden hatte auch zu einer verstärkten Produktnachfrage geführt. Da mittlerweile der überwiegende Teil als SaaS-Aufträge abgeschlossen wird, legten insbesondere die wiederkehrenden SaaS-/Wartungserlöse um +5,6 % auf 8,20 Mio. € (VJ: 7,77 Mio. €) zu. Hier machten die SaaS-Erlöse 2,44 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €) aus, die damit um +12,0 % deutlich zugelegt haben. Diese Entwicklung geht aber mit einem Rückgang bei den reinen, einmaligen Lizenzverkäufen einher, die sich um -35,7 % bzw. um 1,21 Mio. € reduziert haben.

Mit Blick auf die Unternehmens-Guidance, die auf Gesamtjahresbasis ein leichtes Umsatzwachstum in Aussicht stellt, liegt der Jahresauftakt voll im Rahmen der Erwartungen.

Ergebnisentwicklung Q1 2021

Auch auf operativer Ergebnisebene hat die USU Software AG, infolge des erreichten neuen Umsatzrekordwertes, einen neuen Q1-Bestwert erreicht. Das um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinigte EBIT legte überproportional um +10,3 % auf 2,17 Mio. (VJ: 1,97 Mio. €) zu und die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich damit auf 8,0 % (VJ: 7,5 %):

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass die operative Kostenbasis, trotz der erfolgten Umsatzsteigerung, nur moderat um +2,4 % auf 24,58 Mio. € (VJ: 23,99 Mio. €) angestiegen ist. Grundsätzlich hängt der Kostenanstieg mit dem Personalbestand zusammen, der in den vergangenen Berichtsperioden, als Vorbereitung für den erwarteten Wachstumskurs, bewusst gesteigert wurde. Gegenüber dem Vorjahr erhöhte sich die Anzahl der USU-Mitarbeiter, in einem unverändert hart umkämpften Umfeld, weiter auf 732 (VJ: 724). Dabei ist aber die Zahl der Neueinstellungen zurückgegangen, was zu einer niedrigeren Kostendynamik geführt haben dürfte. Zudem dürften im Umfeld der pandemiebedingten Maßnahmen bspw. die Reisekosten weiterhin unterhalb des Normalniveaus liegen. Auf der anderen Seite musste die Gesellschaft, angesichts des steigenden Geschäftsumfanges, verstärkt auf Freelancer zurückgreifen, womit die umsatzabhängigen Kosten angestiegen sind.

Der im Vergleich zum bereinigten EBIT stärkere Anstieg des Periodenergebnisses auf 2,03 Mio. € (VJ: 1,57 Mio. €) ist dem positiven Finanzergebnis in Höhe von 0,17 Mio. € (VJ: -0,02 Mio. €) zu verdanken. Hier sind Währungsgewinne auf insbesondere in US-Dollar gehaltene Liquidität enthalten.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2021

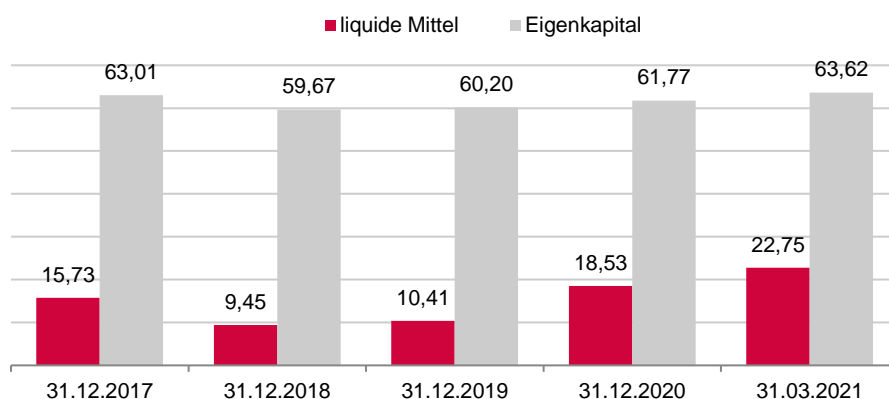
in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Eigenkapital	60,20	61,77	63,62
EK-Quote (in %)	57,6%	53,5%	52,1%
Operatives Anlagevermögen	58,24	64,95	65,61
Working Capital	-3,62	-6,36	-8,78
Liquide Mittel	10,41	18,53	22,75
Cashflow - operativ	9,52	17,74	4,86
Cashflow - Investition	-1,82	-2,44	-0,19
Cashflow - Finanzierung	-6,77	-7,05	-0,68

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch zum Stichtag 31.03.2021 weist die USU Software AG ein unverändert solides Vermögensbild auf. In der Researchstudie zum ersten Quartal 2020 hatten wir an dieser Stelle die Bedeutung solider Bilanzstrukturen, insbesondere angesichts der Corona-Pandemie, hervorgehoben. Ein Jahr später zeigt sich, dass die USU Software AG von der fortschreitenden Digitalisierung profitiert und damit trotz einer eigentlich schwierigen Lage den Wachstumskurs beschleunigen konnte. Infolgedessen verbesserte sich das Eigenkapital weiter auf 63,62 Mio. € (31.12.2020: 61,77 Mio. €) und die Eigenkapitalquote liegt mit 52,1 % (31.12.2020: 53,5 %) weiterhin auf hohem Niveau. Ohne Bilanzierung der Leasing-Nutzungsrechte in Höhe von 17,24 Mio. € läge die EK-Quote bei 60,6 %.

Parallel zur Ausweitung des Eigenkapitals weist die Gesellschaft einen Anstieg der liquiden Mittel auf 22,75 Mio. € (31.12.2020: 17,74 Mio. €) auf. Typischerweise vereinnahmt die Gesellschaft zum Jahresbeginn, im Zuge der Rechnungsstellung für Wartungs- und SaaS-Verträge, einen hohen Liquiditätszufluss auf. In den Folgequartalen erfolgt dann die dazugehörige Leistungserbringung, ohne dass hieraus eine weitere Cash-Generierung erfolgt. Der im Vergleich zum Vorjahr niedrigere operative Cashflow in Höhe von 4,86 Mio. € (VJ: 8,59 Mio. €) ist in erster Linie dem Anstieg kurzfristiger Vermögenswerte mit Working Capital-Charakter geschuldet.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die aktuelle Liquidität geht für das USU-Management mit einer hohen Flexibilität hinsichtlich möglicher Akquisitionen einher. Gemäß der mittelfristigen Unternehmens-Guidance ist anorganisches Wachstum eine der drei Säulen für das künftig erwartete Unternehmenswachstum.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

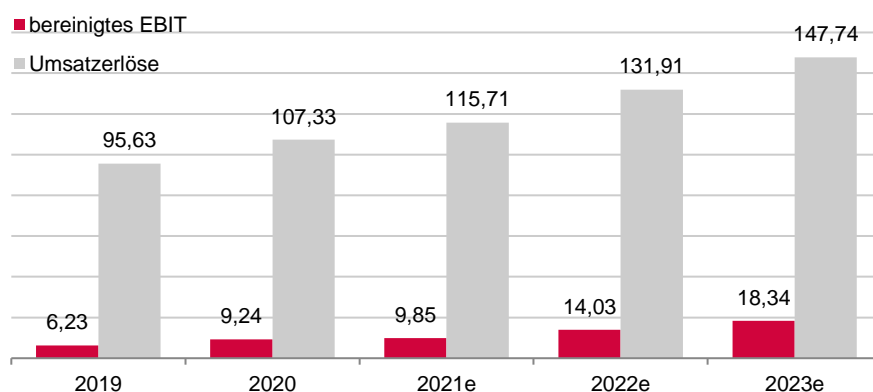
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	107,33	115,71	131,91	147,74
EBIT	7,02	9,15	13,33	17,64
EBIT-Marge	6,5%	7,9%	10,1%	11,9%
bereinigtes EBIT	9,24	9,85	14,03	18,34
bereinigte EBIT-Marge	8,6%	8,5%	10,6%	12,4%
Jahresüberschuss	5,48	6,34	9,26	12,28
EPS in €	0,52	0,60	0,88	1,17

Quelle: GBC AG

Sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene war das erste Quartal 2021 ein Auftakt nach „Maß“. Daher hat das USU-Management die mit der Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2020 veröffentlichte Guidance, wonach für das laufende Geschäftsjahr 2021 ein leichtes Umsatzwachstum sowie eine Steigerung des bereinigten EBIT auf mindestens 9 bis 10 Mio. € erreicht werden soll, bestätigt. Der mittelfristige Ausblick, der bis 2024 ein durchschnittliches Umsatzwachstum in Höhe von 10 % sowie eine Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 13 – 15 % in Aussicht stellt, wurde ebenfalls bestätigt. Besonders dazu soll das SaaS-Geschäft sowie Effizienzsteigerungen im Rahmen der „One USU“-Strategieumsetzung beitragen. Klassischerweise handelt es sich hier um so genannte „Cross-Selling“-Effekte, da die Kunden durch die Bündelung der Technologien umfassender angesprochen werden können.

Weiterhin dürfte die Gesellschaft von der zunehmenden Digitalisierung der Geschäftsprozesse profitieren, die eine Beschleunigung durch die Corona-Pandemie erfahren haben. Es ist hier zu erwähnen, dass der überwiegende Teil der USU-Kunden größtenteils aus Branchen stammt, die nicht oder nur gering von der aktuellen Pandemie betroffen sind. Ein guter Beleg dafür liefert der zum 31.03.2021 erreichte neue Rekordwert beim Auftragsbestand in Höhe von 64,55 Mio. € (VJ: 57,84 Mio. €), der um +11,6 % über dem Vorjahreswert liegt.

GBC-Schätzungen zu Umsatz und bereinigtem EBIT (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Auch wir bestätigen unsere bisherigen Prognosen (siehe Studie vom 08.04.2021), die damit weiterhin innerhalb der Unternehmens-Guidance liegen. Für das laufende Geschäftsjahr 2021 rechnen wir mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +7,8 % auf 115,71 Mio. € und in den Folgejahren, nach der Auflösung einer nach wie vor zu beobachtenden Investitionszurückhaltung, mit zweistelligen Wachstumsraten. Auch unsere Ergebnisprognose liegt mit einem erwarteten bereinigten EBIT in Höhe von 9,85 Mio. € innerhalb der USU-Guidance. Für die kommenden Geschäftsjahre unterstellen wir un-

verändert einen kontinuierlichen Margenanstieg, der sich sukzessive in Richtung der von der Gesellschaft anvisierten Margenbandbreite bewegt.

Im Rahmen der damit unveränderten Prognosen und des unveränderten DCF-Bewertungsmodells liegt das von uns ermittelte Kursziel weiterhin bei 33,65 € je Aktie. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau liegt derzeit ein Aufwärtspotenzial von ca. 25 % vor und wir vergeben damit 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