



## **Researchstudie (Update)**

### **USU Software AG**

# **USU**

- Q1-Zahlen im Rahmen der Erwartungen**
- Guidance und Prognosen bestätigt**
- Kurszieländerung aufgrund Anhebung WACC**

**Kursziel: 33,90 €**

**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: 33,90 €  
(bisher: 35,20 €)

aktueller Kurs: 20,20  
24.05.22 / XETRA / 13:06 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 212,58  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 198,12  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 35,3 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

Branche: Software

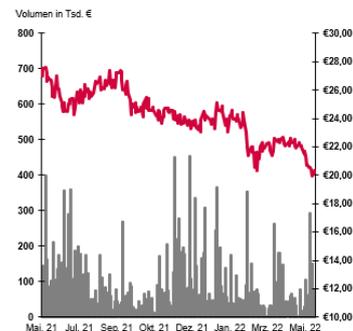
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business

Mitarbeiter: 746 Stand: 31.03.2022

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 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatz	111,90	125,00	137,50	151,25
EBITDA	14,39	16,18	21,10	24,36
EBIT	9,67	11,48	16,45	19,76
Jahresüberschuss	6,76	7,96	11,44	13,76

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,64	0,76	1,09	1,31
Dividende je Aktie	0,50	0,50	0,55	0,65

### Kennzahlen

EV/Umsatz	1,77	1,58	1,44	1,31
EV/EBITDA	13,77	12,25	9,39	8,13
EV/EBIT	20,50	17,27	12,05	10,03
KGV	31,46	26,70	18,58	15,45
KBV	3,30			

### Finanztermine

01.07.2022: Hauptversammlung  
31.08.2022: Q2-Bericht 2022  
09./10.09.2022: IR-Fahrt Rüttner  
24.11.2022: Q3-Bericht 2022  
28./30.11.2022: Eigenkapitalforum

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
05.04.2022: RS / 35,20 / KAUFEN  
02.03.2022: RS / 33,90 / KAUFEN  
22.11.2021: RS / 35,50 / KAUFEN  
03.09.2021: RS / 35,30 / KAUFEN  
27.05.2021: RS / 33,65 / KAUFEN

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

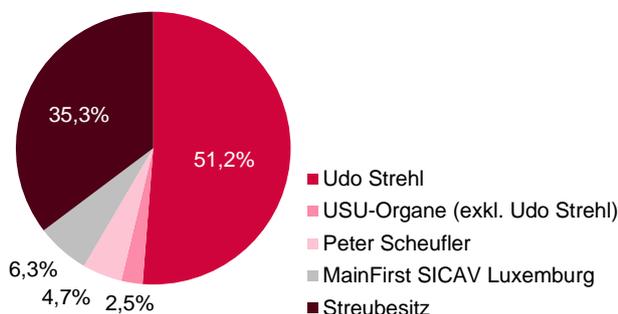
- Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 8,8 % auf 29,57 Mio. € (VJ: 27,18 Mio. €) ist die USU Software AG gut in das laufende Geschäftsjahr 2022 gestartet. Dabei profitierte die Gesellschaft weiterhin vom bestehenden Digitalisierungstrend, der Gewinnung neuer Kunden sowie von Folgeaufträgen.
- Getrennt nach Umsatzarten wird die Fortsetzung des Trends einer zunehmenden Nachfrage nach Cloud-Lösungen ersichtlich, wodurch die SaaS-Umsätze besonders dynamisch um 34,8 % auf 3,29 Mio. € (VJ: 2,44 Mio. €) zugelegt haben. Zusammen mit den ebenfalls ausgebauten Wartungserträgen erhöhten sich die wiederkehrenden Erlöse auf 9,29 Mio. € (VJ: 8,20 Mio. €), die mit 31,4 % nunmehr einen relevanten Anteil an den Gesamtumsätzen des USU-Konzerns haben. In der Regel geht der Wandel hin zu SaaS-Lösungen zu Lasten der einmaligen Lizenzerlöse. Jedoch verzeichnete die USU Software AG in den ersten drei Monaten 2022 auch eine verstärkte Nachfrage nach On-Premise-Aufträgen, verbunden mit einem Anstieg der Lizenzerlöse um 19,3 % auf 2,60 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €). Schließlich erhöhten sich auch die Beratungserlöse um 5,7 % auf 17,51 Mio. € (VJ: 16,56 Mio. €), als Folge einer erhöhten Nachfrage nach IT-Projekten.
- Ab dem laufenden Geschäftsjahr nutzt das USU-Management das EBITDA als neue Planungs- und Steuerungsgröße und verzichtet damit auf die bisherige Darstellung eines bereinigten EBIT. Gegenüber dem Vorjahr entwickelte sich das EBITDA mit einem Anstieg in Höhe von 8,8 % auf 3,47 Mio. € (VJ: 3,19 Mio. €) proportional zum Umsatz. Demzufolge lag die EBITDA-Marge mit 11,7 % exakt auf dem Niveau des Vorjahres. Aufgrund fehlender Erträge aus Währungsdifferenzen sowie eines aus latenten Steuern bedingten höheren Steueraufwandes weist die Gesellschaft ein unterhalb des Vorjahreswertes liegendes Periodenergebnis in Höhe von 1,65 Mio. € (VJ: 2,03 Mio. €) aus.
- Mit Veröffentlichung der Q1-Zahlen hat das USU-Management die bisherige Unternehmens-Guidance bestätigt. Unverändert wird dabei für 2022 mit Umsatzerlösen in Höhe von 120 bis 125 Mio. € und für die kommenden Geschäftsjahre mit einem durchschnittlichen organischen Umsatzanstieg in Höhe von 10 % gerechnet. Beim EBITDA wird für 2022 eine Bandbreite in Höhe von 14,5 bis 16,0 Mio. € in Aussicht gestellt und bis 2024 sollte die EBITDA-Marge auf 16 bis 18 % ansteigen. Aufgrund der damit unveränderten Prognosen sowie der im Rahmen der Erwartungen liegenden Q1-Zahlen 2022 bestätigen auch wir unsere zuletzt im Rahmen der Anno-Studie (05.04.2022) veröffentlichten Prognosen.
- Unverändert sollte das margenstarke SaaS-Geschäft die stärksten Wachstumsimpulse liefern. Darüber hinaus soll das internationale Geschäft, in dem zuletzt lediglich ein Umsatzanteil von 21,1 % (VJ: 25,1 %) erwirtschaftet wurde, weiter ausgebaut werden. Hier hatte die Gesellschaft bereits neue Kunden gewinnen können, die in den kommenden Quartalen zu einem Umsatzanstieg beitragen sollten. Das inländische Geschäft sollte auch den eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen. Bezeichnend hierfür steht der neue wesentliche Auftrag des BWI und der Bundeswehr, der einen Zeitraum von sieben Jahren und ein Gesamtvolumen in zweistelliger Mio. €-Höhe umfasst.
- Bei damit unveränderten Input-Faktoren haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells dennoch eine Kurszielreduktion auf 33,90 € (bisher: 35,20 €) ermittelt. Dies liegt ausschließlich an einer leichten Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 0,40 % (bisher: 0,25%) und damit einer Steigerung des Diskontierungssatzes WACC. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## UNTERNEHMEN

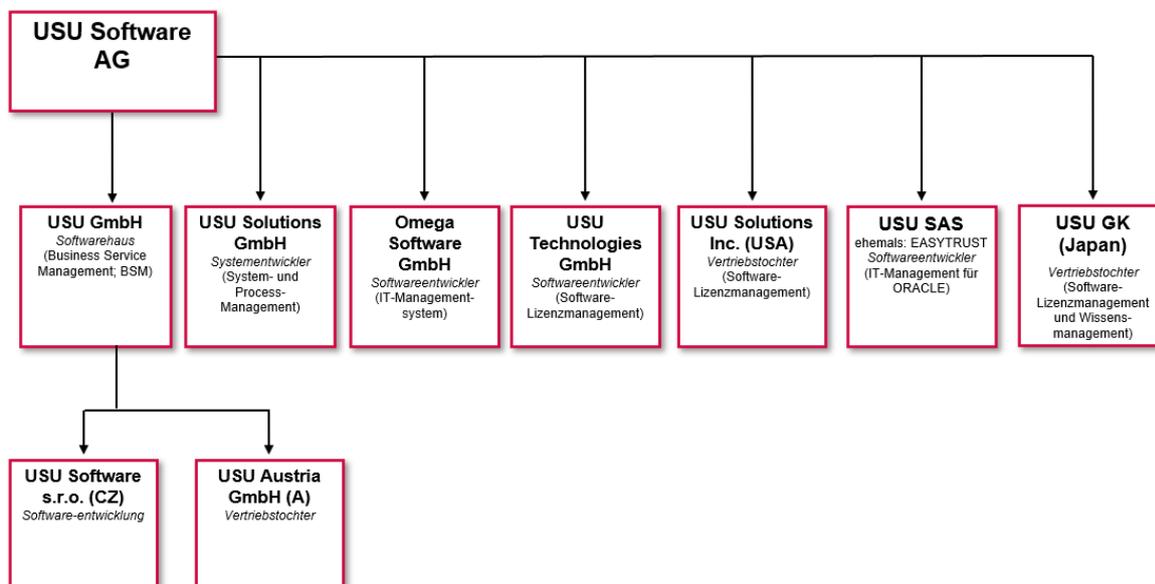
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	2,5 %
Peter Scheufler	4,7 %
MainFirst SICAV Luxemburg	6,3 %
<b>Streubesitz</b>	<b>35,3 %</b>

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach der Gründung der japanischen Tochtergesellschaft USU GK, die zukünftig den Vertrieb und die Implementierung der USU-Software in Japan und den gesamten asiatischen Markt übernehmen 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 Q1 2022

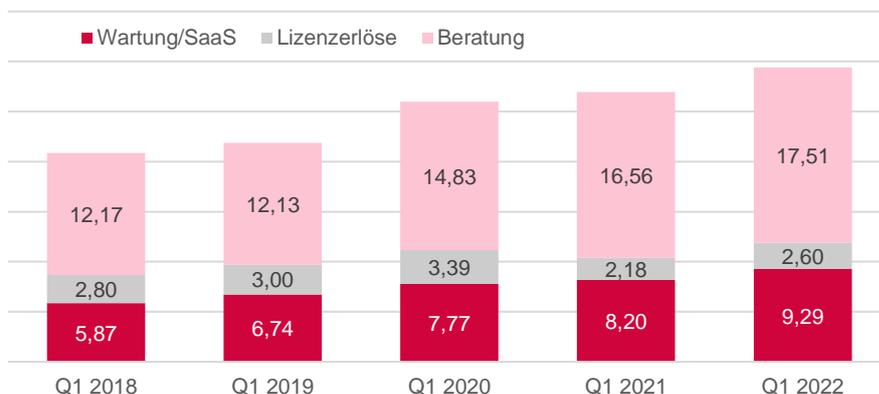
GuV (in Mio. €)	Q1 2020	Q1 2021	Q1 2022
Umsatzerlöse	26,21	27,18	29,57
davon Wartungserlöse / SaaS	7,77	8,20	9,29
davon Lizenzerlöse	3,39	2,18	2,60
davon Beratungserlöse	14,83	16,56	17,51
EBITDA	3,06	3,19	3,47
EBITDA-Marge	11,7%	11,7%	11,7%
EBIT	1,75	2,04	2,31
EBIT-Marge	6,7%	7,5%	7,8%
Nachsteuerergebnis	1,57	2,03	1,65

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung Q1 2022

Der USU Software AG ist mit einem Umsatzanstieg im ersten Quartal 2022 in Höhe von 8,8 % auf 29,57 Mio. € (VJ: 27,18 Mio. €) ein guter Start in das laufende Geschäftsjahr 2022 gelungen. Weiterhin profitierte die Gesellschaft dabei vom vorherrschenden Digitalisierungstrend in der Privatwirtschaft sowie in der öffentlichen Verwaltung, was bei der USU Software AG bei allen Umsatzarten zu sichtbaren Steigerungen geführt hat. So kam es auch im ersten Quartal 2022 zur Fortsetzung einer verstärkten Nachfrage nach Cloud-Lösungen, wodurch die SaaS-Umsätze der Gesellschaft um 34,8 % auf 3,29 Mio. € (VJ: 2,44 Mio. €) zugelegt haben. Zusammen mit einer Steigerung der Wartungserlöse verfügt die Gesellschaft nunmehr über wiederkehrende Erlöse (Wartungserlöse/SaaS) in Höhe von 9,29 Mio. € (VJ: 8,20 Mio. €), welche nun 31,4 % (VJ: 30,2 %) an den Gesamtumsätzen ausmachen.

#### Q1-Umsätze nach Umsatzarten getrennt (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

In der Regel geht der Wandel hin zu SaaS-Lösungen zu Lasten der einmaligen Lizenzerlöse. Jedoch verzeichnete die USU Software AG in den ersten drei Monaten 2022 auch eine verstärkte Nachfrage nach On-Premise-Aufträgen, verbunden mit einem Anstieg der Lizenzerlöse um 19,3 % auf 2,60 Mio. € (VJ: 2,18 Mio. €).

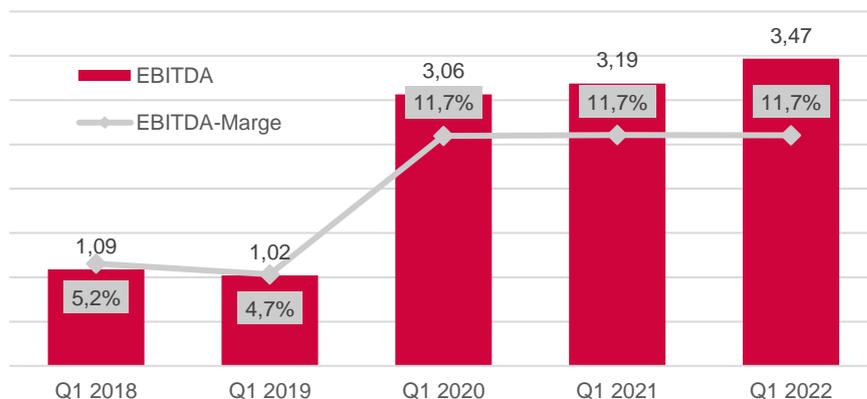
Abgerundet wird das positive Umsatzbild der Gesellschaft von einem Anstieg der Beratungserlöse um 5,7 % auf 17,51 Mio. € (VJ: 16,56 Mio. €). Wie auch schon im Vorjahr, profitierte hier die USU Software AG von einer erhöhten Nachfrage nach IT-Projekten, die wiederum ein Ausdruck des bestehenden Digitalisierungstrends sind.

## Ergebnisentwicklung Q1 2022

Zwar wurde die Beratermannschaft gegenüber dem Vorjahr um 15 auf 313 Berater (VJ: 298) ausgebaut, der Einsatz freier Mitarbeiter wurde jedoch angesichts des Umsatzwachstums ebenfalls ausgebaut. Dies findet sich in einem überproportionalen Anstieg der Herstellungskosten des Umsatzes um 12,0 % auf 15,23 Mio. € (VJ: 13,61 Mi. €) wieder, was wiederum zu einem Rückgang des Bruttomarge auf 48,5 % (VJ: 49,9 %) geführt hatte. Unterhalb des Bruttoergebnisses liegen zwar Kostensteigerungen vor, diese waren im Vergleich zum Umsatz nur unterproportional. Bezeichnend hierfür ist beispielsweise der Anstieg der Marketing- und Vertriebskosten auf 4,99 Mio. € (VJ: 4,86 Mio. €). Nach dem Auslaufen der pandemiebedingten Einschränkungen konnten wieder Maßnahmen (Events, Messen etc.) zur Neukundengewinnung erfolgen. Die Kostensteigerung liegt aber mit 2,6 % unterhalb des Umsatzwachstums.

Ab dem laufenden Geschäftsjahr 2022 verwendet die USU Software AG das EBITDA als wichtigste Planungs- und Steuerungsgröße und verzichtet daher auf die bisherige Darstellung eines bereinigten EBIT. Der überproportionale Kostenanstieg im Bereich der Herstellungskosten wurde dabei von einer nur unterproportionalen Entwicklung bei den übrigen Kostenblöcken ausgeglichen, so dass das EBITDA mit 3,47 Mio. € (VJ: 3,19 Mio. €) analog zum Umsatzwachstum um 8,8 % zugelegt hat. Folglich lag die EBITDA-Marge zum dritten Mal in Folge bei 11,7 %. Absolut gesehen markiert das erreichte EBITDA einen neuen Bestwert im Auftaktquartal der USU Software AG.

### EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Unterm Strich lag das Periodenergebnis mit 1,65 Mio. € (VJ: 2,03 Mio. €) dennoch unter dem Vorjahreswert. Hierfür sind insbesondere zwei Effekte verantwortlich. Einerseits lag das Finanzergebnis mit -0,02 Mio. € (VJ: 0,17 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes, in dem höhere Erträge aus Währungsdifferenzen von gehaltenen Finanzinstrumenten enthalten waren. Auf der anderen Seite wurde mit 0,65 Mio. € (VJ: 0,18 Mio. €) ein deutlich höherer Steueraufwand ausgewiesen. Wie für die USU Software AG üblich, unterliegt der Steueraufwand Effekten aus latenten Steuern, die sich in der abgelaufenen Berichtsperiode negativ ausgewirkt hatten.

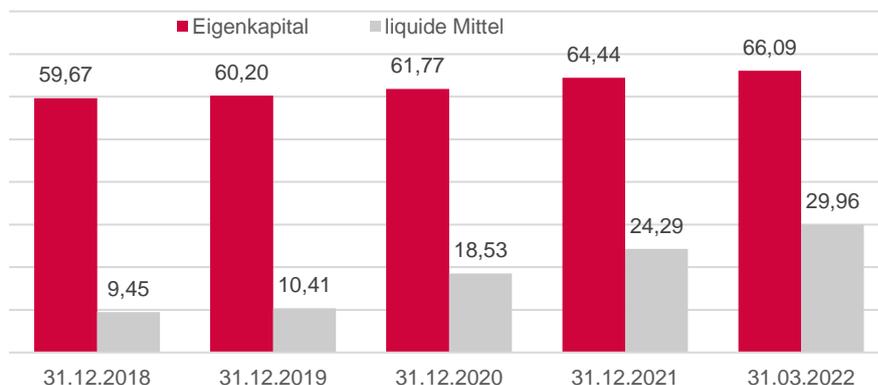
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2022

in Mio. €	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2022
Eigenkapital	61,77	64,44	66,09
EK-Quote (in %)	53,5%	55,5%	52,8%
Operatives Anlagevermögen	64,95	64,06	63,12
Working Capital	-6,36	-8,07	-11,49
Liquide Mittel	18,53	24,29	29,96
Cashflow - operativ	17,74	13,35	6,35
Cashflow - Investition	-2,44	-0,83	-0,08
Cashflow - Finanzierung	-7,05	-7,03	-0,73

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Typischerweise weist die USU-Bilanz nach Ablauf der ersten drei Monate eine im Vergleich zum Geschäftsjahresende sichtbare Verlängerung auf. Bestätigt wird dies durch einen Anstieg der Bilanzsumme per 31.03.22 auf 125,23 Mio. € (31.12.21: 116,02 Mio. €), welcher insbesondere durch einen Ausbau des passiven Rechnungsabgrenzungspostens auf 21,53 Mio. € (31.12.21: 9,68 Mio. €) geprägt ist. Hier sind die zu Jahresbeginn vereinnahmten Vorauszahlungen für wiederkehrende Umsätze enthalten, für die erst im Jahresverlauf eine Leistungserbringung erfolgen wird. Die aktivseitige Gegenposition hierfür sind die liquiden Mittel, die auf 29,96 Mio. € (31.12.21: 24,29 Mio. €) ebenfalls deutlich zugelegt haben. Einem noch stärkeren Liquiditäts-Anstieg standen die ausgeweiteten Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf 19,38 Mio. € (31.12.21: 14,82 Mio. €), also ein höherer Bestand noch nicht beglichener Rechnungen, entgegen. Unserem Verständnis nach hängt dies mit der ausgeweiteten Geschäftstätigkeit sowie mit Stichtageffekten zusammen.

### Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Als Folge des positiven Nachsteuerergebnisses erhöhte sich das Eigenkapital auf 66,09 Mio. € (31.12.21: 64,44 Mio. €), die Eigenkapitalquote minderte sich jedoch angesichts der dargestellten Bilanzverlängerung auf 52,8 % (31.12.21: 55,5 %).

Nach wie vor ist die bilanzielle Ausstattung sowie der Bestand liquider Mittel, selbst nach geplanter Dividendenausschüttung (5,26 Mio. €), als ausreichend für die Umsetzung der Unternehmensstrategie einzustufen. Hierzu gehört auch anorganisches Wachstum durch Unternehmensakquisitionen, was angesichts der üppigen Finanzausstattung, bei Vorliegen eines geeigneten Kandidaten, schnell umgesetzt werden könnte.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2021	GJ 2022e	GJ 2023e	GJ 2024e
Umsatzerlöse	111,90	125,00	137,50	151,25
EBITDA	14,39	16,18	21,10	24,36
EBITDA-Marge	12,9%	12,9%	15,3%	16,1%
Jahresüberschuss	6,76	7,96	11,44	13,76
EPS in €	0,64	0,76	1,09	1,31

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung des Q1-Berichtes hat das USU-Management das EBITDA als neue Steuerungsgröße benannt, nachdem noch in den Vorjahren das bereinigte EBIT im Vordergrund stand. Diesbezüglich wurde die EBITDA-Guidance für das laufende Geschäftsjahr sowie für die mittelfristige Unternehmensentwicklung bestätigt. Bei einem erwarteten unveränderten Anstieg der Umsatzerlöse auf 120 bis 125 Mio. € rechnet der USU-Vorstand für das laufende Geschäftsjahr 2022 mit einem EBITDA in Höhe von 14,5 bis 16,0 Mio. €. Die EBITDA-Marge läge dann zwischen 12,1 und 12,8 %. Mittelfristig soll die EBITDA-Marge bis 2024 in eine Bandbreite von 16 bis 18 % ansteigen, auf Grundlage eines erwarteten organischen jährlichen Umsatzwachstums von durchschnittlich 10 %. Auch wenn die Ergebnis-Guidance auf eine neue Kennzahl hin ausgerichtet ist, liegt damit eine Bestätigung der bisherigen Unternehmens-Prognose vor.

Auch die Parameter für das erwartete Umsatzwachstum des laufenden Geschäftsjahres sind unverändert geblieben. Demnach soll insbesondere das hochmarginige SaaS-Geschäft weiterhin überdurchschnittlich stark ansteigen. Dies vor dem Hintergrund, da ein Anteil der wiederkehrenden Umsätze am Neugeschäft bei 45 % erwartet wird. Darüber hinaus soll das internationale Geschäft, in dem zuletzt lediglich ein Umsatzanteil von 21,1 % (VJ: 25,1 %) erwirtschaftet wurde, weiter ausgebaut werden. Einerseits wird durch den Wegfall der pandemiebedingten Einschränkungen die Kundenansprache im Ausland erleichtert. Auf der anderen Seite wurden bereits erste Vertriebsserfolge (überwiegend SaaS) erzielt, die erst in den kommenden Quartalen zum Umsatz beitragen werden. So konnten beispielsweise ein führender Dienstleister der Energiewirtschaft in den USA, ein US-Mobilfunkanbieter oder ein französischer Automobilzulieferer als Neukunden gewonnen werden.

Aber auch das inländische Geschäft sollte den eingeschlagenen Wachstumskurs fortsetzen können. Zu den gewonnenen Neukunden zählen das BWI und die Bundeswehr, mit denen ein Rahmenvertrag mit einer siebenjährigen Laufzeit und einem Gesamtvolumen im zweistelligen Mio.-Bereich vereinbart wurde. Insgesamt verfügt der USU-Konzern zum 31.03.22 über einen Auftragsbestand in Höhe von 76,69 Mio. € (31.03.21: 64,55 Mio. €), was ein neuer Rekordwert darstellt.

Angesichts der unveränderten Prognosen sowie des im Rahmen der Erwartungen liegenden Starts in das laufende Geschäftsjahr, behalten wir unsere Prognosen unverändert bei. Umsatzseitig liegen unsere Schätzungen mit 125,00 Mio. € an der oberen prognostizierten Umsatzbandbreite, das EBITDA liegt mit 16,18 Mio. € nur unwesentlich oberhalb der Guidance. Auch unsere Mittelfrist-Schätzungen liegen innerhalb der Unternehmens-Erwartung.

Bei damit unveränderten Input-Faktoren haben wir im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells dennoch eine Kurszielreduktion auf 33,90 € (bisher: 35,20 €) ermittelt. Dies liegt ausschließlich an einer leichten Anhebung des risikolosen Zinssatzes auf 0,40 % (bisher: 0,25%) und damit einer Steigerung des Diskontierungssatzes WACC.

## 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](mailto: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](mailto:office@gbc-ag.de)