



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

- Guter Start in das Jahr 2023 mit Umsatzanstieg in Höhe von 12,6 % und EBITDA-Anstieg in Höhe von 10,2 %**
- Prognosen und Kursziel bestätigt**

Kursziel: 31,15 €

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: 31,15 €
(bisher: 31,15 €)

aktueller Kurs: 24,70
30.05.23 / XETRA / 14:48 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 259,94
EnterpriseValue³: 261,62
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 31,9 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Unternehmensprofil

Branche: Software

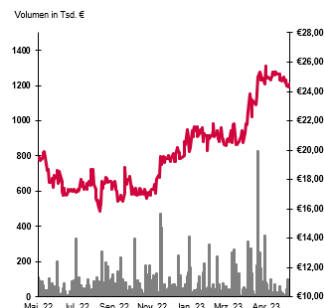
Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

Mitarbeiter: 797 Stand: 31.03.2023

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, Atruvia, Bechtle, BITBW, BMW, Deutsche Bahn, Deutsche Telekom, die Schweizerische Post, Jungheinrich, LinkedIn, Novartis, Otto, VW oder W&W.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatz	126,52	137,50	151,25	166,38
EBITDA	16,84	17,45	21,58	26,76
EBIT	11,80	12,45	16,68	21,96
Jahresüberschuss	7,58	8,81	11,61	15,30

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,72	0,84	1,10	1,45
Dividende je Aktie	0,55	0,60	0,80	1,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,07	1,90	1,73	1,57
EV/EBITDA	15,54	14,99	12,12	9,78
EV/EBIT	22,17	21,01	15,68	11,91
KGV	34,28	29,49	22,39	16,98
KBV	4,56			

Finanztermine

20.06.2023: Hauptversammlung
31.08.2023: Q2-Bericht 2023
13.09.2023: ZKK – Zürcher Konferenz
22.11.2023: Q3-Bericht 2023

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
06.04.2023: RS / 31,15 / KAUFEN
28.11.2022: RS / 31,65 / KAUFEN
05.09.2022: RS / 30,75 / KAUFEN
25.05.2022: RS / 33,90 / KAUFEN
05.04.2022: RS / 35,20 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

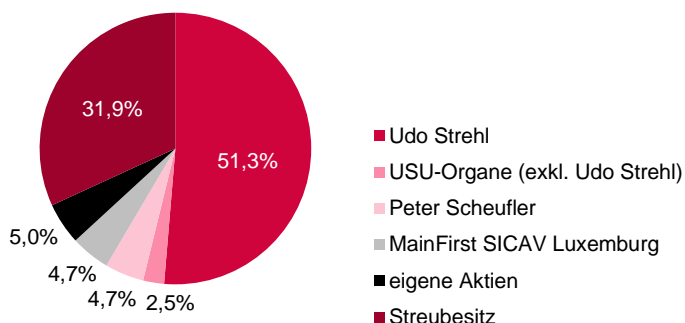
- Die USU Software AG ist mit einem Q1-Umsatzanstieg in Höhe von 12,6 % auf 33,31 Mio. € (VJ: 29,57 Mio. €) sehr gut in das Geschäftsjahr 2023 gestartet. Erneut handelt es sich dabei um einen neuen Umsatzrekordwert eines ersten Quartals. Dabei profitierte die Gesellschaft weiterhin vom bestehenden Digitalisierungstrend, der unter anderem zu einem deutlichen Nachfrageanstieg im Service-Bereich geführt hatte.
- Die Beratungserlöse der USU Software AG profitierten dabei von der Gewinnung mehrerer Großprojekte und legten deutlich um 22,7 % auf 21,49 Mio. € (VJ: 17,51 Mio. €) zu. Aber auch die wiederkehrenden Erträge (Wartung und SaaS) erhöhten sich um 11,4 % auf 10,35 Mio. € (VJ: 9,29 Mio. €). Einerseits haben die gewonnenen Lizenzerlöse der vergangenen Quartale zu einem Anstieg der Basis für die Wartungserlöse geführt. Auf der anderen Seite profitierte die Gesellschaft von einer erhöhten Nachfrage nach SaaS-Lösungen. Demgegenüber und als Folge der höheren SaaS-Erlöse halbierten sich die einmaligen Lizenzerlöse auf 1,30 Mio. € (VJ: 2,60 Mio. €).
- Der deutliche Umsatzanstieg wurde von einem Anstieg des EBITDA in Höhe von 10,2 % auf 3,82 Mio. € (VJ: 3,47 Mio. €) begleitet, wobei die EBITDA-Marge in Höhe von 11,5 % (VJ: 11,7 %) knapp unter dem Vorjahreswert ausgefallen ist. Die EBITDA-Entwicklung und die Entwicklung der EBITDA-Marge liegen aber im Rahmen der Erwartungen. Vor dem Hintergrund der zunehmenden SaaS-Umsätze, die zu Lasten der einmaligen Lizenzerlöse gehen, findet eine Umsatz- und daher auch Ergebnisaufteilung über die Vertragslaufzeit statt. Dass trotz der Halbierung der Lizenzerlöse ein weitestgehend konstantes Rentabilitätsniveau erreicht wurde, ist daher als Erfolg zu betrachten.
- Das Management der USU Software AG hat den positiven Jahresstart zum Anlass genommen, um die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2022 publizierte Guidance zu bestätigen. Für 2023 wird unverändert mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 134 bis 139 Mio. € gerechnet, was einem Umsatzwachstum von 5,9 % bis 9,9 % entspricht. Bei einem Anstieg des Anteils der SaaS-Umsätze bei Neukunden auf 25 % soll ein EBITDA in Höhe von 16,5 bis 18 Mio. € erreicht werden. Zwar wird damit tendenziell eine Steigerung des EBITDA in Aussicht gestellt, die EBITDA-Marge könnte sich angesichts des höheren SaaS-Anteils und rückläufiger Lizenzerträge etwas reduzieren. Mittelfristig soll die Rentabilität, bei einem durchschnittlichen organischen Umsatzwachstum in Höhe von 10 % auf 17 bis 19 % ausgebaut werden.
- Da sich gegenüber unserer letzten Researchstudie vom 06.04.2023 an der grundlegenden Ausgangslage nichts verändert hat, behalten wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für den konkreten Schätzzeitraum 2023 bis 2025 unverändert bei. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir dabei mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 8,7 % auf 137,50 Mio. € und prognostizieren für die darauffolgenden Geschäftsjahre jeweils 10%ige Umsatzsteigerungen. In 2023 sollte die EBITDA-Marge leicht auf 12,7 % zurückgehen, bevor diese in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive ansteigen sollte, um bis 2026 in den Bereich von 17 % bis 19 % zuzulegen.
- Bei einem unveränderten DCF-Bewertungsmodell bestätigen wir unser Kursziel in Höhe von 31,15 € und vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

UNTERNEHMEN

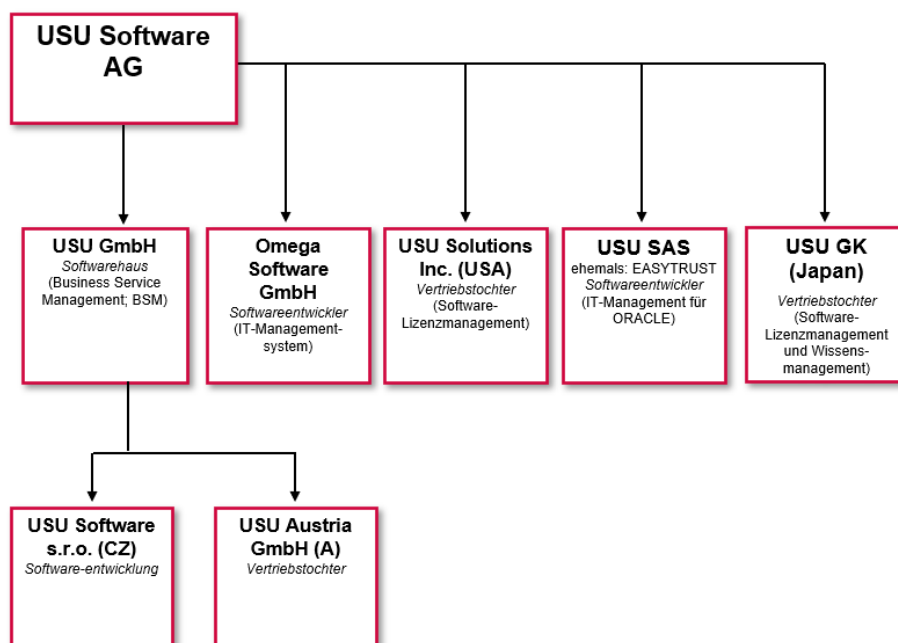
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,3 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	2,5 %
Peter Scheufler	4,7 %
MainFirst SICAV Luxemburg	4,7 %
Eigene Aktien	5,0 %
Streubesitz	31,9 %

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Zu Beginn des zweiten Quartals 2023 wurden die USU Solutions GmbH und die USU Technologies GmbH auf die USU GmbH verschmolzen. Dies ist im Rahmen der „One USU“-Strategie erfolgt, im Rahmen dessen die beiden verschmolzenen Gesellschaften zu Beginn des Jahres 2021 bereits umfirmiert worden waren. Damals wurde die LeuTek GmbH in USU Solutions GmbH sowie die Aspera GmbH in USU Technologies GmbH umbenannt. Damit verfügt der USU-Konzern derzeit über sieben inländische und ausländische operative tätige Tochtergesellschaften.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q1 2023

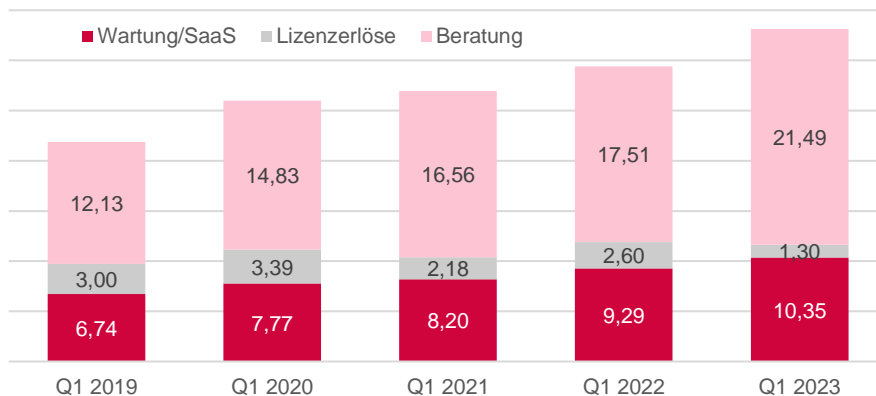
GuV (in Mio. €)	Q1 2021	Q1 2022	Q1 2023
Umsatzerlöse	27,18	29,57	33,31
davon Wartungserlöse / SaaS	8,20	9,29	10,35
davon Lizenzzerlöse	2,18	2,60	1,30
davon Beratungserlöse	16,56	17,51	21,49
EBITDA	3,19	3,47	3,82
EBITDA-Marge	11,7%	11,7%	11,5%
EBIT	2,04	2,31	2,66
EBIT-Marge	7,5%	7,8%	8,0%
Nachsteuerergebnis	2,03	1,65	1,73

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung Q1 2023

Mit einer deutlichen Umsatzsteigerung in Höhe von 12,6 % auf 33,31 Mio. € (VJ: 29,57 Mio. €) ist der USU Software AG erwartungsgemäß erneut ein sehr guter Jahresstart gelungen. Abermals profitierte die Gesellschaft von der Gewinnung neuer Aufträge bzw. von Folgeaufträgen, sowie von der zunehmend höheren Basis bestehender Aufträge. Als wesentlicher übergeordneter Faktor für den Erfolg der USU Software AG ist der Digitalisierungstrend zu nennen, dem die USU Software AG mit einer umfangreichen Produktpalette für IT & Customer Service Management begegnet.

Umsatzerlöse nach Umsatzarten im ersten Quartal (in Mio. €)



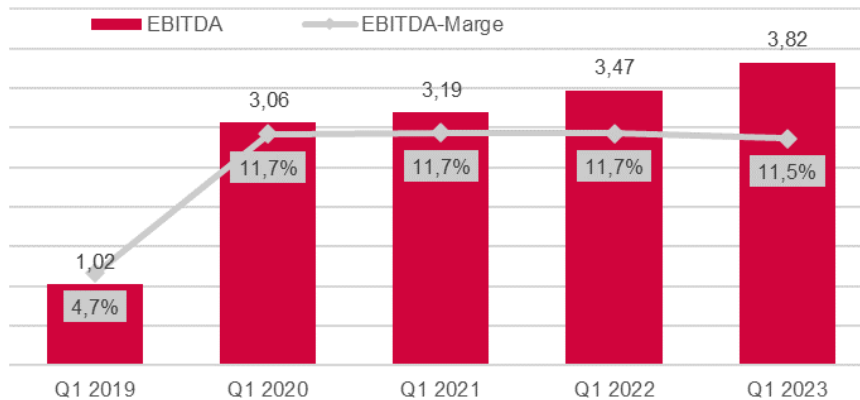
Quelle: USU Software AG; GBC AG

In den ersten drei Monaten 2023 wird der anhaltende Digitalisierungstrend besonders gut anhand der deutlich auf 21,49 Mio. € (VJ: 17,51 Mio. €) gestiegenen Beratungserlöse sichtbar, die von der Gewinnung mehrerer Großprojekte profitiert haben. Aber auch die so genannten „recurring revenues“, zusammengesetzt aus Wartungserlösen und SaaS-Erlösen, legten sichtbar auf 10,35 Mio. € (VJ: 9,29 Mio. €) zu. Einerseits finden sich hier die gewonnenen Lizenzzerlöse der vergangenen Perioden wieder, die zu einem Anstieg der Wartungserlöse geführt haben. Auf der anderen Seite setzte sich der Branchentrend fort, wonach Neukunden zunehmend SaaS-Lösungen einsetzen, fort. Folglich erhöhten sich die SaaS-Umsätze auf 4,00 Mio. € (VJ: 3,29 Mio. €). Dies geht mit einer besseren Planbarkeit einher, führt jedoch zu einer Verteilung der Umsatzerlöse über die Vertragslaufzeit hinweg. Als Folge dieses Trends ist eine rückläufige Nachfrage nach Einmal-Lizenzen, was bei der USU Software AG zu einer Halbierung dieser Umsätze auf 1,30 Mio. € (VJ: 2,60 Mio. €) geführt hat.

Ergebnisentwicklung Q1 2023

Analog zum Umsatzrekordwert hat die USU Software AG auch auf Ergebnisebene einen neuen Q1-Rekordwert erreicht. Bei einem Anstieg des EBITDA in Höhe von 10,2 % auf 3,82 Mio. € (VJ: 3,47 Mio. €) lag die EBITDA-Marge mit 11,5 % (VJ: 11,7 %) in etwa auf Vorjahresniveau bzw. auf dem Niveau der ersten Quartale der vergangenen Geschäftsjahre.

EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %) im ersten Quartal



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Blick auf die Entwicklung der operativen Kosten zeigt eine proportionale Entwicklung der Herstellungskosten des Umsatzes, als größten Kostenblock der Gesellschaft, die um 12,9 % auf 17,19 Mio. € (VJ: 15,23 Mio. €) zugelegt haben. Zwar konnte die Anzahl der USU-Mitarbeiter auf 797 (31.03.22: 746) gesteigert werden, zur Abarbeitung der dynamischen Geschäftsentwicklung hatte die Gesellschaft zusätzliche Freelancer eingesetzt, was sich in Summe kostensteigernd ausgewirkt hatte.

Darüber hinaus legten auch die Marketing- und Vertriebskosten, in erster Linie geprägt durch gestiegene Partnerprovisionen, um 16,3 % auf 5,80 Mio. € (VJ: 4,99 Mio. €) zu. Auch die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen stiegen unter anderem im Zuge der Entwicklung der zentralen Produktplattform im Rahmen der „One USU“-Strategie um 18,2 % auf 5,18 Mio. € (VJ: 4,38 Mio. €), so dass sich in Summe das Rentabilitätsniveau nicht gesteigert hat.

Die EBITDA-Entwicklung und die Entwicklung der EBITDA-Marge liegen aber im Rahmen der Erwartungen. Vor dem Hintergrund der zunehmenden SaaS-Umsätze, die zu Lasten der einmaligen Lizenzerlöse gehen, findet eine Umsatz- und daher auch Ergebnisaufteilung über die Vertragslaufzeit statt. Dass trotz der Halbierung der Lizenzerlöse ein konstantes Rentabilitätsniveau erreicht wurde, ist daher als Erfolg zu betrachten.

Unterm Strich weist die USU Software AG ein Q1-Nachsteuerergebnis in Höhe von 1,73 Mio. € (VJ: 1,65 Mio. €) aus. Die nur unterproportionale EAT-Entwicklung ist auf einen Anstieg der Finanzaufwendungen auf 0,28 Mio. € (VJ: 0,05 Mio. €) zurückzuführen. Da die Gesellschaft keine Bankverbindlichkeiten aufweist, umfassen die Finanzaufwendungen in erster Linie Aufwendungen aus Währungsverlusten sowie aus Leasingverträgen, wobei wir hier von einem höheren Anteil an Währungsverlusten ausgehen.

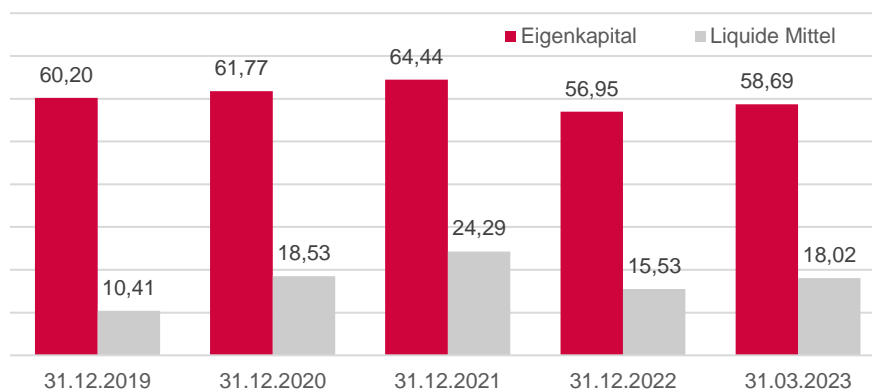
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2023

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Eigenkapital	64,44	56,95	58,69
EK-Quote (in %)	55,5%	50,4%	47,1%
Operatives Anlagevermögen	64,06	62,38	62,79
Working Capital	-8,07	-3,73	-5,11
Liquide Mittel	24,29	15,53	18,02
Cashflow - operativ	13,35	10,37	3,93
Cashflow - Investition	-0,83	-1,28	-0,73
Cashflow - Finanzierung	-7,03	-17,99	-0,73

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wie auch in den Vorjahren, hat zum Ende des ersten Quartals eine Bilanzverlängerung stattgefunden. Auf der Passivseite steht dies in der Regel mit einem Anstieg des Passiven Rechnungsabgrenzungspostens in Verbindung, welcher die zu Jahresbeginn in Rechnung gestellten Wartungs- und SaaS-Verträge enthält. Zum 31.03.23 lag dieser mit 22,48 Mio. € (31.12.21: 10,60 Mio. €) deutlich oberhalb des Wertes zum Geschäftsjahresende 2022. Diese Vorab-Vereinnahmung geht in der Regel mit einem deutlichen Anstieg der liquiden Mittel einher. Zum 31.03.23 hatten der Anstieg des Rechnungsabgrenzungspostens aber einen im Vergleich dazu nur unterproportionalen Anstieg der liquiden Mittel zur Folge gehabt, da zeitgleich die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf 27,50 Mio. € (31.12.22: 22,27 Mio. €) angestiegen sind.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Sichtbar wird dies auch anhand des operativen Cashflows, der mit 3,93 Mio. € (VJ: 6,35 Mio. €) unterhalb des typischen Niveaus eines ersten Quartals der USU Software AG lag. Da der Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen den Anstieg der Vorab-einnahmen gegenübersteht, lag der operative Cashflow in etwa auf EBITDA-Niveau.

Zwar weist die USU Software AG einen ergebnisbedingten Anstieg des Eigenkapitals auf 58,69 Mio. € (31.12.22: 56,95 Mio. €) auf, aufgrund der dargestellten Bilanzverlängerung minderte sich die EK-Quote aber auf 47,1 % (31.12.22: 50,4 %). Beim Fremdkapital handelt es sich vornehmlich um Fremdkapital mit Working Capital-Charakter (unter anderem Passiver Rechnungsabgrenzungsposten) sowie um Leasingverbindlichkeiten gemäß IFRS 16 in Höhe von 15,57 Mio. € (31.12.22: 15,98 Mio. €). Nach wie vor verfügt die Gesellschaft über keinerlei Bankverbindlichkeiten und das Bilanzbild ist unverändert als sehr solide zu bezeichnen.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023e	GJ 2024e	GJ 2025e
Umsatzerlöse	126,52	137,50	151,25	166,38
EBITDA	16,84	17,45	21,58	26,76
EBITDA-Marge	13,3%	12,7%	14,3%	16,1%
Jahresüberschuss	7,58	8,81	11,61	15,30
EPS in €	0,72	0,84	1,10	1,45

Quelle: GBC AG

Das Management der USU Software AG hat den positiven Jahresstart zum Anlass genommen, um die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2022 publizierte Guidance zu bestätigen. Für 2023 wird dabei unverändert mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 134 bis 139 Mio. € gerechnet, was einem Umsatzwachstum in Höhe von 5,9 % bis 9,9 % entspricht. Bei einem Anstieg des Anteils der SaaS-Umsätze bei Neukunden auf 25 % soll ein EBITDA in Höhe von 16,5 bis 18 Mio. € erreicht werden. Zwar wird damit tendenziell eine Steigerung des EBITDA in Aussicht gestellt, die EBITDA-Marge könnte sich angesichts des höheren SaaS-Anteils und rückläufiger Lizenzerträge etwas reduzieren. Mittelfristig soll die Rentabilität, bei einem durchschnittlichen organischen Umsatzwachstum in Höhe von 10 %, auf 17 bis 19 % ausgebaut werden.

Die Q1-Entwicklung liegt mit einem Umsatzzanstieg in Höhe von 12,6 % und einer leicht rückläufigen EBITDA-Marge weitestgehend im Rahmen der Unternehmens-Guidance, wenngleich die Q1-Zahlen nur bedingt aufs Gesamtjahr hochgerechnet werden können. Deutlich aussagekräftiger ist hier der starke Anstieg des Auftragsbestands in Höhe von 16,7 % auf einen neuen Rekordwert von 89,47 Mio. € (VJ: 76,69 Mio. €). Gemäß Unternehmensangaben hat die Gewinnung mehrerer Großaufträge sowie zahlreicher mittelgroßer Aufträge dazu beigetragen. In den ersten drei Monaten konnten beispielsweise neue Aufträge von der Türk Telekom, vom Softwarehersteller solutio GmbH, von der Sparda Bank Hannover, von der niederländischen Parnassia-Gruppe oder von der australischen Regierungsbehörde gewonnen werden. Nach dem Stichtag kamen neue Aufträge vom Kammergericht Berlin oder der BayWa r.e. hinzu.

Unverändert stehen im Fokus der künftigen Entwicklung der USU Software AG die drei Wachstumssäulen: Internationalisierung, neue Produkte und anorganisches Wachstum. Im ersten Quartal 2023 wurden mit im Ausland erzielten Umsätzen in Höhe von 26,23 Mio. € (VJ: 23,32 Mio. €) ein neuer Rekordwert erreicht. Da ein wesentlicher Anteil der gewonnenen Aufträge Kunden aus dem Ausland betrifft, sollte die Dynamik der internationalen Umsätze hoch bleiben. Auch bei der Entwicklung der Produktpalette wurden Fortschritte erzielt. Im Rahmen des Strategieprogramms „One USU“ wird eine SaaS-basierte USU-Plattform entwickelt werden, auf der alle USU-Applikationen eingebunden sind und dann hohe Synergie- und Effizienzgewinne möglich werden. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2022 haben die grundlegenden Arbeiten an dieser Plattform begonnen.

Da sich gegenüber unserer letzten Researchstudie vom 06.04.2023 an der grundlegenden Ausgangslage nichts verändert hat, behalten wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen für den konkreten Schätzzeitraum 2023 bis 2025 unverändert bei. Für das laufende Geschäftsjahr rechnen wir dabei mit einem Umsatzzanstieg in Höhe von 8,7 % auf 137,50 Mio. € und prognostizieren für die darauffolgenden Geschäftsjahre jeweils 10%ige Umsatzsteigerungen. In 2023 sollte die EBITDA-Marge leicht auf 12,7 % zurückgehen, bevor diese in den kommenden Geschäftsjahren sukzessive ansteigen sollte, um bis 2026 in den Bereich von 17 % bis 19 % zuzulegen.

Bei einem unveränderten DCF-Bewertungsmodell bestätigen wir unser Kursziel in Höhe von 31,15 € und vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

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

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Karin Jägg, Email: jaegg@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de