



Researchstudie (Anno)

USU Software AG

USU

- Geplantes Delisting nimmt Investoren die Wachstumsperspektive weg -**
- Innerer Wert der Aktie nur noch theoretischer Natur -**

Fairer Wert je Aktie: 27,00 €

Rating: Ausgesetzt

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 16.04.2024 (12:23 Uhr)

Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe der Studie: 16.04.2024 (13:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2024

USU Software AG*5a,6a,11

Rating: Ausgesetzt
Fairer Wert je Aktie: 27,00 €
(bisher: 29,30 €)

aktueller Kurs: 16,40
16.04.24 / XETRA / 09:02 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 172,59
EnterpriseValue³: 177,12
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 19

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

Mitarbeiter: 807 (31.12.2023)

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 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatz	132,08	143,97	158,37	174,20
EBITDA	12,43	15,48	21,86	29,67
EBIT	7,62	10,48	16,96	24,87
Jahresüberschuss	5,28	7,27	11,80	17,34

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,50	0,69	1,12	1,65
Dividende je Aktie	0,55	0,50	0,75	1,00

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,34	1,23	1,12	1,02
EV/EBITDA	14,25	11,44	8,10	5,97
EV/ EBIT	23,24	16,89	10,44	7,12
KGV	32,68	23,74	14,62	9,95
KBV	3,02			

Finanztermine

23.05.2024: Q1-Bericht 2024

02.07.2024: Hauptversammlung

29.08.2024: Q2-Bericht 2024

21.11.2024: Q3-Bericht 2024

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

27.11.2023: RS / 29,30 / KAUFEN

08.09.2023: RS / 29,60 / KAUFEN

31.05.2023: RS / 31,15 / KAUFEN

06.04.2023: RS / 31,15 / KAUFEN

28.11.2022: RS / 31,65 / 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 hat am 12.03.2024 den Kapitalmarkt über ein geplantes Delisting informiert. Nach Ansicht der Gesellschaft bietet eine Börsennotierung der USU-Aktie keine Vorteile, insbesondere vor dem Hintergrund der erheblichen Kosten und der aus Sicht des Vorstands seit langem bestehenden Unterbewertung der USU-Aktie. Die niedrige Bewertung der USU-Aktie scheidet als mögliche Akquisitionswährung für anorganisches Wachstum aus. Zudem sind Kapitalmaßnahmen auf dem aktuellen Bewertungsniveau nicht attraktiv. Mit dem geplanten Delisting soll der zukünftige Fokus auf das margenstarke Produktgeschäft gelegt und damit von den anderen Geschäftsbereichen getrennt werden. Die Umsetzung hinsichtlich einer möglichen Ausgliederung des Produktgeschäfts befindet sich derzeit in einem frühen Stadium.
- Mit dem geplanten Delisting der USU-Aktie, für das derzeit noch kein Termin feststeht, werden die Aktionäre nicht mehr an der zukünftigen Entwicklung der Gesellschaft partizipieren. Auch bei einem möglichen weiteren Handel der Aktie nach dem Delisting ist mit einer deutlich geringeren Handelsliquidität und nur noch rudimentären Informationen über den Geschäftsverlauf zu rechnen. Die weitere Kursentwicklung der USU-Aktie ist derzeit durch den Angebotspreis gedeckelt. Dieser entspricht dem gesetzlichen Minimum, das nach unseren Berechnungen bei rund 17,00 € je Aktie liegen dürfte. Vor diesem Hintergrund sind die operative Geschäftsentwicklung und die guten Wachstumsperspektiven der Gesellschaft für die Aktionäre der USU-Software AG nicht mehr relevant.
- In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir einen neuen fairen Wert in Höhe von 27,00 € (bisher: 29,30 €) ermittelt, das ausschließlich den inneren Wert der USU-Aktie repräsentiert. Die Reduktion des fairen Wertes je Aktie resultiert aus dem Anstieg der gewichteten Kapitalkosten, die zum einen den höheren risikolosen Zinssatz widerspiegeln. Zum anderen haben wir die Marktrisikoprämie von 5,5 % auf einen für nicht börsennotierte Unternehmen höheren Wert von 7,0 % angehoben. Wie dargestellt, ist der innere Wert der USU-Aktie für die USU-Aktionäre nur noch als theoretischer Wert zu betrachten. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 16,40 € besteht zum Angebotspreis von 17,00 € nur noch ein geringes Kurspotenzial. Abweichend von unserem Ratingsystem setzen wir das Rating der USU-Aktie aus (bisher: KAUFEN).

INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Delisting der Aktien der USU Software AG	4
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Produkte	5
USU Software Asset Management	6
USU IT Service Management	6
USU Self-Service Management	6
USU Knowledge Management	6
Referenzkunden	7
Markt und Marktumfeld	8
Unternehmensentwicklung	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2023	10
Umsatzentwicklung GJ 2023	10
Ergebnisentwicklung GJ 2023	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Prognose und Bewertung	14
Prognosegrundlage 2024 - 2026	14
Umsatz- und Ergebnisprognosen	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

Delisting der Aktien der USU Software AG

Mit der am 12.03.2024 erfolgten Veröffentlichung der vorläufigen Zahlen hat die USU Software AG den Kapitalmarkt über ein geplantes Delisting der Aktien informiert. Gemäß Unternehmensmitteilung bietet die Zulassung der USU Aktien an einer Börse „aus strategischer und finanzieller Sicht in der Vergangenheit wenig Vorteile“. In Verbindung mit der gestiegenen Regulatorik und den daraus resultierenden erheblichen Kosten für ein Börsenlisting erscheint dieses für den Vorstand der USU Software AG nicht mehr gerechtfertigt.

Es ist daher geplant, dass der Großaktionär AUSUM GmbH (Family Office des Gründers und Aufsichtsratsmitglieds Udo Strehl) das für ein Delisting notwendige Angebot zum Erwerb aller USU-Aktien unterbreitet. Die im Hintergrund laufenden Gespräche über die Finanzierung eines solchen Angebots sollen sich nach Unternehmensangaben in einem fortgeschrittenen Stadium befinden. Immerhin beträgt die Marktkapitalisierung der Aktien, auf die sich das Übernahmeangebot bezieht, knapp 90 Mio. €. Dies vor dem Hintergrund, dass der Übernahmepreis in etwa dem gesetzlichen Mindestpreis, also dem gewichteten Durchschnittskurs der letzten sechs Monate, entsprechen soll. Dieser dürfte nach unseren Berechnungen bei rund 17,00 € je Aktie liegen.

Im Rahmen einer Videokonferenz, die im Anschluss an die Bekanntgabe des Delistings stattfand, erläuterte USU-Vorstand Bernhard Oberschmidt die Hintergründe des Delistings, ohne jedoch über die Ad-hoc-Mitteilung hinausgehende substantielle Informationen zu geben. Nach Aussage des USU-Vorstands ist das Delisting in erster Linie als Konsequenz aus der langjährigen Unterbewertung der USU-Aktie zu verstehen. Die niedrige Bewertung erlaubt es der Gesellschaft weder, eine Kapitalmaßnahme durchzuführen, noch die Aktie als mögliche Akquisitionswährung zu nutzen, um das weitere Unternehmenswachstum zu unterstützen. Darüber hinaus sind die regulatorischen Anforderungen, insbesondere nach dem Wirecard-Skandal, deutlich gestiegen, was für ein Unternehmen der Größenordnung der USU mit zu hohen Kosten verbunden ist.

Nähere Angaben zum Angebotspreis wurden vom USU-Vorstand nicht gemacht. Auch der Zeitpunkt des Delistings ist derzeit ungewiss, soll aber unverzüglich vorangetrieben werden. Auch wenn nur ein geringer Teil der Aktionäre das Übernahmeangebot annimmt, wird das Delisting voraussichtlich erfolgen.

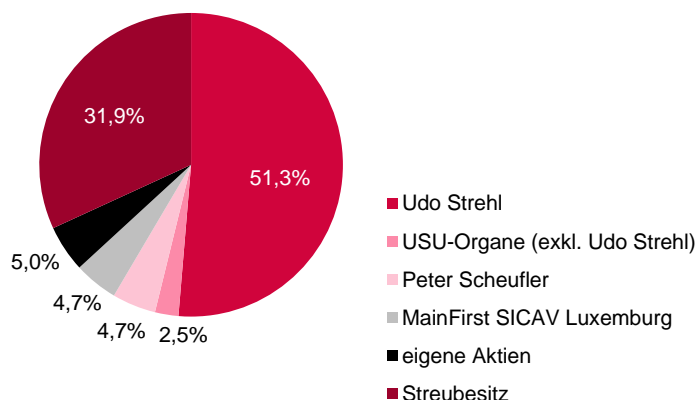
Der künftige Fokus liegt auf dem Ausbau des margenstarken Produktgeschäfts, der mit erheblichen Investitionen verbunden sein wird. Dieser Geschäftsbereich, der sich derzeit in einer Transformationsphase (SaaS) sowie vor wichtigen Wachstumsschritten (KI) befindet, könnte rechtlich und operativ von den anderen Geschäftsbereichen getrennt werden. In diesem Zusammenhang ist die Gesellschaft aktiv auf der Suche nach möglichen Partnern. Nach Aussage des USU-Vorstands befindet man sich diesbezüglich in einer sehr frühen Phase der Partnersuche, so dass im Rahmen der Videokonferenz keine weiteren Angaben gemacht werden konnten.

GBC-Einschätzung: Wir teilen die Einschätzung, dass die USU-Aktie unterbewertet ist. Immerhin haben wir im Rahmen der hier vorliegenden Studie ein Kursziel von 27,00 € ermittelt. Mit dem Delisting, das lediglich das gesetzliche Minimum als Angebotspreis enthält, wird den Aktionären die Möglichkeit genommen, an den guten Wachstumsperspektiven des Unternehmens zu partizipieren. Ob und inwieweit ein Handel der Aktie nach dem Delisting noch möglich sein wird, ist derzeit unklar. Auch ist davon auszugehen, dass die Anleger nach dem Delisting nur noch rudimentäre Informationen über den Geschäftsverlauf erhalten.

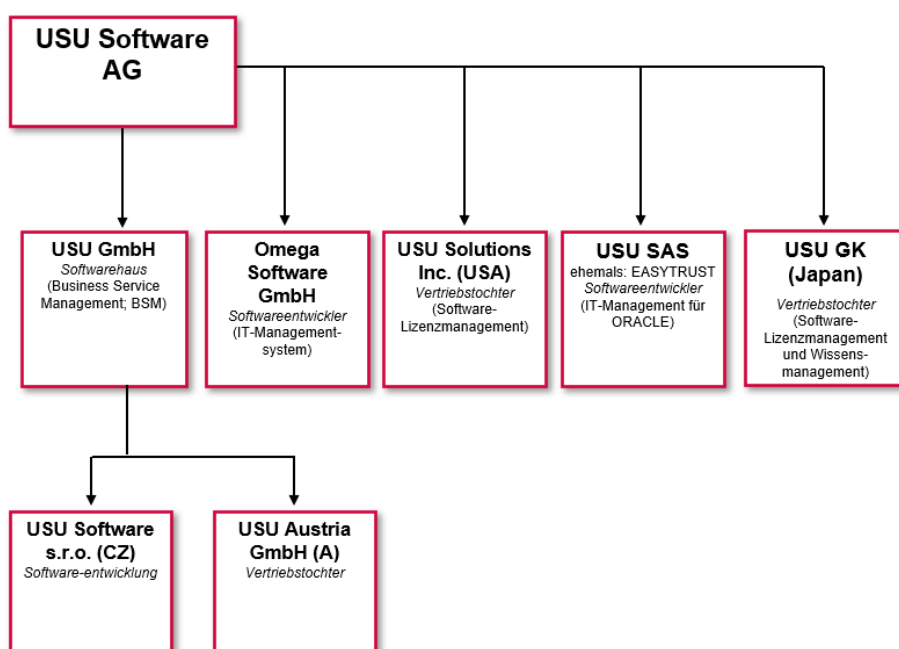
Aktionärsstruktur

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 operativ tätige Tochtergesellschaften.

Produkte

Das Strategieprojekt „One USU“ wurde auch als Basis für eine Schärfung der Konzernstrategie herangezogen. Das Leistungsspektrum der USU Software AG umfasst neben Software Asset Management, IT Service Management und IT Service Monitoring auch die Bereiche Knowledge Management, Self-Service Management, Digital Service Solutions und AI-Services. Der Kerngedanke und der Vorteil beim Einsatz der USU-Produktpalette liegen in einer Steigerung der Effizienz und in der Optimierung der Kosten bei der Nutzung der Informationstechnologie. Im Folgenden ein Überblick zu den wichtigsten Lösungen der USU Gruppe:

USU Software Asset Management

Die Steuerung des Softwareeinsatzes vor dem Hintergrund einer Budgetoptimierung wird durch den Einsatz von Software Asset Management erreicht. Mit dem USU Software Asset Management lässt sich eine aktive Kontrolle und automatisierte Beschaffung, Nutzung und Bereitstellung von Software und Lizenzen bewerkstelligen. Dies gilt dabei sowohl für so genannte On-Premise-Produkte und ermöglicht zudem den Überblick und die Optimierung von Cloud-Software. Eine Besonderheit von USU Software Asset Management ist auch die Abdeckung der SAP- und der Oracle-Lizenzlandschaft. Gemäß Angaben der Gesellschaft lassen sich die Lizenz- und Abonnementkosten um insgesamt bis zu 30 % reduzieren.

USU IT Service Management

Hierbei handelt es sich um eine umfassende Softwarelösung, die sowohl alle IT-Prozesse als auch alle Servicebereiche abdeckt. Mit dem Einsatz der Software soll eine durchgängige Automatisierung im Service Management erreicht und funktionale Lücken geschlossen werden sowie insgesamt die Komplexität reduziert werden. Die modular aufgebaute Software umfasst eine Vielzahl an Lösungen und Produkten.

Beispielsweise wird mit dem **IT Service Desk** eine effiziente Erfassung, Analyse und Bearbeitung der IT-Tickets ermöglicht. Bis zu 20 % der Endanwenderfragen und Störungsmeldungen können damit automatisch beantwortet und gelöst und bis zu 100 % der Serviceanfragen automatisch bearbeitet werden. Mit dem **IT Asset Management** können beispielsweise alle IT-Assets über den gesamten Lebenszyklus hinweg verwaltet werden. Mit dem **IT Financial Management** wird die IT-Kostenplanung, IT-Budgetierung und das IT-Controlling unterstützt. Weitere Module ergänzen das breite Anwenderspektrum von USU IT Service Management.

Auf der Technologie des USU IT Service Management basiert auch die konfigurierbare Softwarelösung USU Enterprise Service Management, die alle aus dem ITSM bekannten Methoden und Tools auf andere Servicebereiche der Unternehmen anwendet.

USU Self-Service Management

Mit den USU Lösungen für Self-Service-Management werden Service-Workflows automatisiert. Kunden und Mitarbeiter können auf Informationen zugreifen, Serviceanfragen stellen und Routineaufgaben, wie Anträge, Reservierungen, Buchungen etc. selbst vornehmen. Beispielhaft hierfür steht die intelligente **Customer Self-Service-Lösung**, die auf Kundenanfragen die passenden Informationen zur Verfügung stellt. Sowohl der Kundenservice wird dadurch entlastet als auch die Kosten werden durch den höheren Automatisierungsgrad gesenkt. Auch interne Service-Anfragen, wie Störungsmeldungen, Serviceanträge etc. lassen sich mit den **Employee Self-Services** von USU abdecken. In diesem Bereich spielen die so genannten **Chatbots** eine wichtige Rolle. Mit Hilfe der Chatbots können Anliegen vorqualifiziert und Anfragen sogar vollständig automatisch abgewickelt werden. Nach USU-Angaben lassen sich damit 60 % der Standardanfragen reduzieren, die Automatisierung steigern und die Kosten um bis zu 20 % senken.

USU Knowledge Management

Um im Kundendienst oder internen Unternehmensbereichen den bestmöglichen Service anbieten zu können, muss der einfache und schnelle Zugriff auf Informationen gewähr-

leistet sein. So liefert das **professionelle Wissensmanagement im IT Service** Mitarbeitern und Endanwendern das jeweilige Expertenwissen, um Anfragen schnell beantworten zu können. Eine höhere Servicequalität und geringere System-Ausfallzeiten sind die Folge. Auch beim **Knowledge Management für den Customer Service** werden Inhalte automatisiert, für die Servicemitarbeiter aufbereitet, so dass Informationen schnell und bedarfsgerecht angezeigt werden. Auch in diesem Bereich kommen Chatbots oder Voicebots zum Einsatz.

Referenzkunden

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



BAYERISCHE STAATSKANZLEI

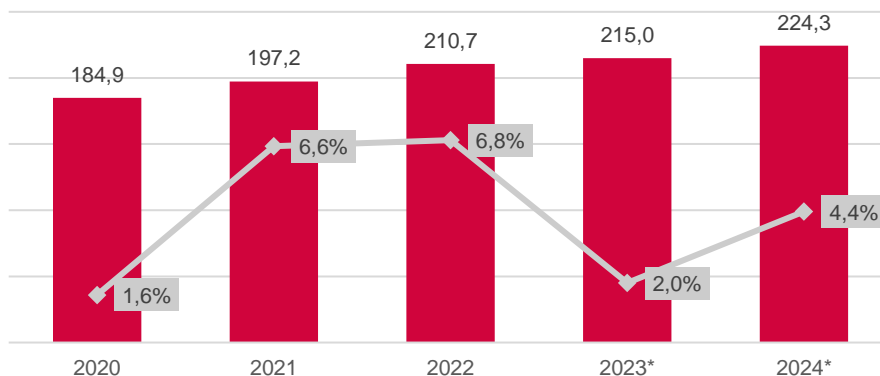


Bayer HealthCare

MARKT UND MARKTUMFELD

Die für die USU Software AG relevante ITK-Branche, hier insbesondere die Teilmärkte Software und Services, hat sich sowohl im Umfeld der Corona-Pandemie als auch in der konjunkturell schwierigen Situation durch den Krieg in der Ukraine als stabil erwiesen. Dies gilt auch für das abgelaufene Jahr, in dem die deutsche Wirtschaft gemessen am BIP um -0,3 % schrumpfte. In diesem Umfeld dürften die Umsätze der ITK-Branche um 2,0 % gestiegen sein, womit sie sich dann erneut besser als die Gesamtwirtschaft entwickelt hätten. Zwischen 2020 und 2023 liegt das durchschnittliche jährliche Marktwachstum bei 5,2 %. Wie in den Vorjahren wird die Digitalisierung als Antwort auf aktuelle Herausforderungen gesehen. Dies gilt für die Corona-Pandemie, bei der digitale Prozesse die Aufrechterhaltung der Betriebe ermöglichten. Auch der aktuelle Fachkräftemangel dürfte ein Faktor sein, der die Digitalisierung beschleunigt. Da auch die IKT-Branche vom Fachkräftemangel betroffen ist, besteht hier ein Engpass, der im vergangenen Jahr ein noch stärkeres Wachstum der Branche verhindert hat.

ITK-Marktentwicklung (in Mrd. €)



Quelle: BITKOM, GBC AG

Für das laufende Jahr wird für die ITK-Gesamtbranche ein Wachstum in Höhe von 4,4 % auf 224,3 Mrd. € unterstellt. Dabei wollen 22 % der Unternehmen die Digital-Investitionen steigern, während 61 % der Unternehmen die Ausgaben konstant halten wollen. Dies führt dazu, dass der Bitkom-ifo-Digitalindex zuletzt (Stand: Dezember 2023) sogar leicht von 6,0 Punkte auf 9,8 Punkte zugelegt hat.

Überdurchschnittlich wachstumsstark dürften sich nach Erwartungen die ITK-Untersegmente „Software“ und „Dienstleistungen“ präsentieren. Das Geschäft mit Software soll in 2024 um 9,4 % zulegen. Hier ist auch der aktuelle Boom bei Künstlicher Intelligenz enthalten, der zu einem starken Anstieg der KI-Plattformen führen dürfte. Parallel dazu sollen die Umsätze mit IT-Dienstleistungen, hier insbesondere Dienstleistungen mit Cloud-Bezug, in 2024 um 4,8 % zulegen.

Im internationalen Vergleich soll das für Deutschland erwartete Marktwachstum aber eine verhältnismäßig niedrige Dynamik haben. Die Bitkom erwartet für die USA (+6,3 %), Großbritannien (+5,6 %) oder für Europa ohne Deutschland (+5,9 %) jeweils höhere Wachstumsraten. Angesichts dessen ist die internationale Ausrichtung der USU Software AG nachvollziehbar. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die USU Software AG 21,2 % der Umsätze außerhalb Deutschlands erwirtschaftet.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2022	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	126,52	132,08	143,97	158,37	174,20
Herstellungskosten	-63,31	-67,52	-73,86	-80,45	-87,10
Bruttoergebnis vom Umsatz	63,21	64,56	70,11	77,92	87,10
Marketing- und Vertriebskosten	-22,62	-26,24	-27,81	-28,37	-29,08
Allgemeine und Verwaltungskosten	-11,71	-10,84	-11,05	-11,16	-11,27
Forschungs- und Entwicklungskosten	-18,07	-20,93	-21,76	-22,52	-22,97
sonstige betriebliche Erträge	2,00	1,68	1,60	1,60	1,60
sonstige betriebliche Aufwendungen	-1,01	-0,62	-0,60	-0,50	-0,50
EBIT	11,80	7,62	10,48	16,96	24,87
Zinserträge	0,33	0,14	0,10	0,10	0,10
Zinsaufwendungen	-0,17	-0,23	-0,20	-0,20	-0,20
Ergebnis vor Steuern	11,97	7,53	10,38	16,86	24,77
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-4,38	-2,25	-3,12	-5,06	-7,43
Jahresüberschuss	7,58	5,28	7,27	11,80	17,34
EBITDA	16,84	12,43	15,48	21,86	29,67
in % der Umsatzerlöse	13,3%	9,4%	10,8%	13,8%	17,0%
EBIT	11,80	7,62	10,48	16,96	24,87
in % der Umsatzerlöse	9,3%	5,8%	7,3%	10,7%	14,3%
Ergebnis je Aktie in €	0,72	0,50	0,69	1,12	1,65
Dividende je Aktie in €	0,55	0,55	0,50	0,75	1,00
Aktienzahl in Mio. Stück	10,52	10,52	10,52	10,52	10,52

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2023

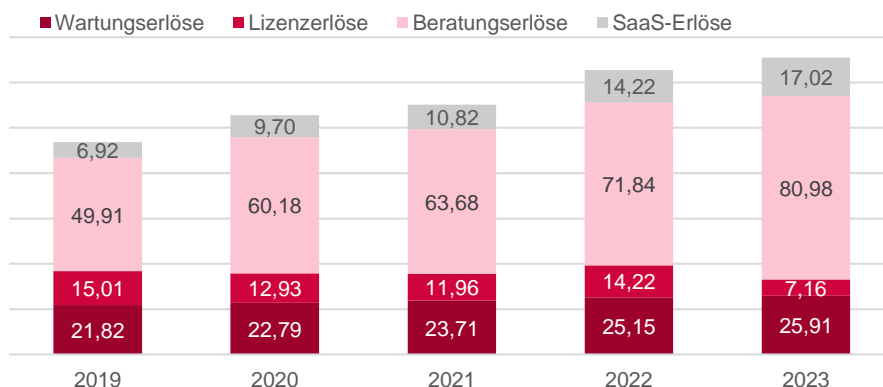
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021	GJ 2022	GJ 2023
Umsatzerlöse	107,33	111,90	126,52	132,08
davon SaaS-Erlöse	9,70	10,82	14,22	17,02
davon Wartungs-Erlöse	22,79	23,71	25,15	25,91
davon Lizenzerlöse	12,93	11,96	14,22	7,16
davon Beratungserlöse	60,18	63,68	71,84	80,98
Bereinigtes EBITDA (Marge)	13,38 (12,5%)	14,39 (12,9%)	16,84 (13,3%)	13,33 (10,1%)
EBITDA (Marge)	13,38 (12,5%)	14,39 (12,9%)	16,84 (13,3%)	12,43 (9,4%)
Jahresüberschuss	5,48	6,76	7,58	5,28
EPS in €	0,52	0,64	0,72	0,50

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung GJ 2023

Die USU Software AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 den Umsatz erwartungsgemäß um 4,4% auf 132,08 Mio. € (VJ: 126,52 Mio. €) gesteigert. Gleichzeitig lag das Umsatzniveau am unteren Ende der mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2023 auf 132 - 139 Mio. € (zuvor: 134 - 139 Mio. €) reduzierten Guidance. Auch im Vergleich zu unserer bisherigen Prognose (siehe Studie vom 27.11.2023), in der wir von Umsatzerlösen in Höhe von 132,85 Mio. € ausgegangen waren, liegt eine Punktlandung vor.

Umsatzerlöse nach Umsatzarten getrennt (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Gesellschaft durchläuft derzeit, wie andere Softwareanbieter auch, einen Wandel vom Einmallyzengeschäft hin zu SaaS-Umsätzen, was mit einem Rückgang der Einmalenerlöse bei gleichzeitigem Anstieg der SaaS-Erlöse einhergeht. So halbierten sich im abgelaufenen Geschäftsjahr die Lizenzerlöse auf 7,16 Mio. € (VJ: 14,22 Mio. €), während gleichzeitig die SaaS-Erlöse um 19,6 % auf 17,02 Mio. € (VJ: 14,22 Mio. €) stiegen. Mit der aktuellen Entwicklung geht nicht nur eine Verschiebung innerhalb der einzelnen Umsatzarten einher, sondern auch eine Verstetigung der Umsatz- und Ergebnisentwicklung über die Vertragslaufzeit. Zusammen mit den Wartungserlösen in Höhe von 25,91 Mio. € (VJ: 25,15 Mio. €) verfügt die USU Software AG aktuell über wiederkehrende Erlöse in Höhe von 42,92 Mio. € (VJ: 39,37 Mio. €), was einem Anteil von 32,5% (VJ: 31,1%) am Gesamtumsatz entspricht. Innerhalb eines Jahrzehnts ist der Anteil der wiederkehrenden Erträge um fast 10 Prozentpunkte gestiegen.

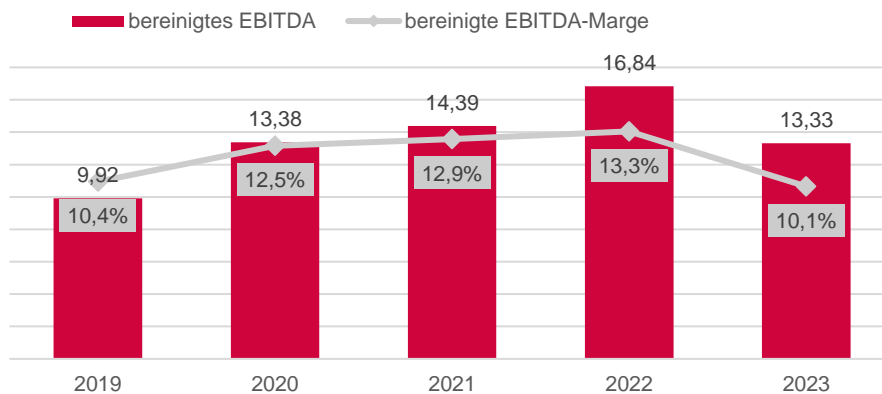
Im Beratungsgeschäft, das mit Umsatzerlösen in Höhe von 80,98 Mio. € (VJ: 71,84 Mio. €) und einem Plus von 12,7% erneut stark zulegen konnte, verfügt die USU Software AG jedoch weiterhin über einen hohen Anteil am Projektgeschäft. Hier profitierte die Gesell-

schaft wie in den Vorjahren von einer Vielzahl von Beratungsaufträgen zur Digitalisierung von Geschäftsprozessen bei Neu- und Bestandskunden.

Ergebnisentwicklung GJ 2023

Analog zum Umsatz hat die USU Software AG auch beim operativen Ergebnis mit einem bereinigten EBITDA in Höhe von 13,33 Mio. € (VJ: 16,84 Mio. €) die Guidance erreicht. In der zum Halbjahr 2023 angepassten Guidance wurde ein EBITDA in einer Bandbreite von 13 - 15 Mio. € in Aussicht gestellt. In diesem Zusammenhang wird seit dem abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 das bereinigte EBITDA als neue Ergebniskennzahl verwendet. Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2023 wurden hier Sonderaufwendungen aus dem Mitarbeiteraktienprogramm in Höhe von 0,33 Mio. € sowie Restrukturierungskosten in Höhe von 0,57 Mio. € herausgerechnet. Vor Bereinigungen weist die USU Software AG somit ein EBITDA in Höhe von 12,43 Mio. € (VJ: 16,84 Mio. €) aus.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Rückgang des EBITDA im abgelaufenen Geschäftsjahr ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Zum einen führt die beschriebene Verschiebung hin zu SaaS-Umsätzen zu einer Ergebnisverteilung über die Vertragslaufzeit. Im Gegensatz dazu werden bei Lizenzverkäufen die entsprechenden Umsätze und damit Ergebnisse sofort realisiert, was bei hohen Lizenzumsätzen zu einem überproportionalen Ergebnisanstieg führt.

Auf der anderen Seite wurden aufgrund der hohen Nachfrage im Beratungsbereich neue Berater eingestellt und auf freie Mitarbeiter zurückgegriffen, was mit entsprechenden Aufwandserhöhungen einherging. Inflationsbedingte Gehaltssteigerungen sowie das Mitarbeiteraktienprogramm wirkten sich zudem erhöhend auf den Personalaufwand aus. Überproportionale Kostensteigerungen sind auch im Bereich der Marketing- und Vertriebskosten zu verzeichnen, die die verstärkte Präsenz der USU Software AG auf Messen, Konferenzen und sonstigen Vertriebsveranstaltungen widerspiegeln. Hier stiegen die Aufwendungen deutlich um 16,0% auf 26,24 Mio. € (VJ: 22,62 Mio. €).

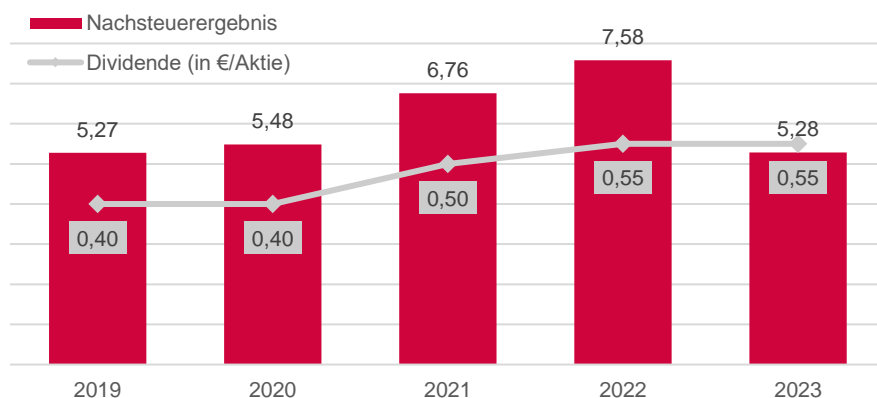
Auch die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung stiegen deutlich um 15,8% auf 20,93 Mio. € (VJ: 18,07 Mio. €). Neben der kontinuierlichen Weiterentwicklung der Produktpalette lag der Fokus der F&E-Aktivitäten auf dem Aufbau einer ganzheitlichen SaaS-basierten Plattform, auf der zukünftig das gesamte Produktportfolio der USU Software AG integriert werden soll. Ende 2024 sollen die ersten Apps auf dieser Plattform angeboten werden. Nach Einführung der Plattform sollen die F&E-Aufwendungen künftig nur noch unterproportional zum Umsatz steigen. Gleichwohl wird die Weiterentwicklung

der Produktpalette vorangetrieben, wobei verstärkt KI-Anwendungen integriert werden sollen.

Ausgehend von einem EBITDA in Höhe von 12,43 Mio. € (VJ: 16,84 Mio. €) weist die USU Software AG bei leicht rückläufigen Abschreibungen ein EBIT in Höhe von 7,62 Mio. € (VJ: 11,80 Mio. €) aus. Die Differenz zwischen EBIT und Nachsteuerergebnis wird bei der USU Software AG in der Regel durch den Steueraufwand dominiert, da das Finanzergebnis aufgrund der fehlenden Fremdfinanzierung typischerweise nur eine untergeordnete Rolle spielt.

Erwartungsgemäß lag das Ergebnis nach Steuern mit 5,28 Mio. € (VJ: 7,58 Mio. €) unter dem Vorjahreswert. In unserer bisherigen Prognose waren wir von einem Nachsteuerergebnis von 5,67 Mio. € und damit leicht darüber ausgegangen. Wie erläutert, haben Sonderaufwendungen, die Umstellung auf SaaS-Umsätze sowie allgemein höhere Kosten zu dieser Entwicklung geführt. Dennoch wird der Vorstand der kommenden Hauptversammlung eine unveränderte Dividende von 0,55 € je Aktie vorschlagen.

Entwicklung des Nachsteuerergebnisses (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Eigenkapital	64,44	56,95	57,22
EK-Quote (in %)	55,5%	50,4%	52,9%
Operatives Anlagevermögen	64,06	62,38	61,88
Working Capital	-8,07	-3,73	-0,13
Liquide Mittel	24,29	15,53	13,49
Cashflow - operativ	13,35	10,37	7,88
Cashflow - Investition	-0,83	-1,28	-1,59
Cashflow - Finanzierung	-7,03	-17,99	-8,24

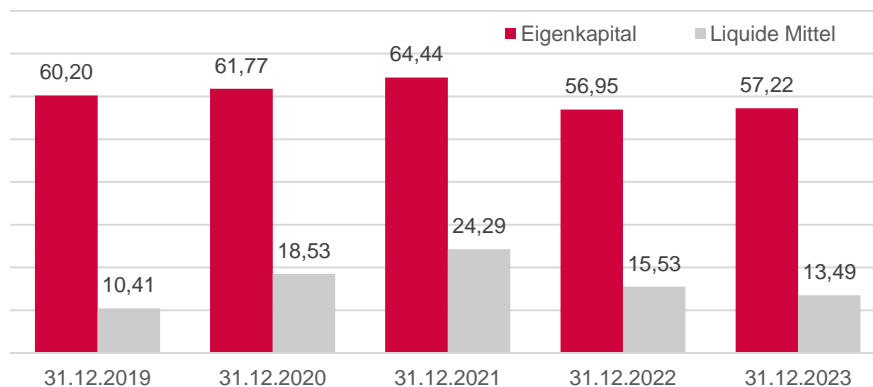
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Dem positiven Ergebnis nach Steuern in Höhe von 5,28 Mio. € stand die Dividendenausschüttung in Höhe von 5,50 Mio. € gegenüber, so dass sich das Eigenkapital leicht auf 57,22 Mio. € (31.12.22: 56,95 Mio. €) erhöhte. Mit einem Anstieg der Eigenkapitalquote auf 52,9 % (31.12.22: 50,4 %) hat sich die ohnehin komfortable Eigenkapitalausstattung weiter verbessert. Im Fremdkapital sind nach wie vor keine Bankverbindlichkeiten oder externe Finanzschulden enthalten. Das Fremdkapital besteht im Wesentlichen aus kurzfristigen Positionen, die dem Nettoumlaufvermögen zuzuordnen sind. Die langfristigen Schulden enthalten im Wesentlichen Leasingverbindlichkeiten (Nutzungsrechte für Gebäude und Betriebsausstattung) nach IFRS 16 in Höhe von 12,88 Mio. € (31.12.22: 13,29 Mio. €).

Bemerkenswert ist, dass auf der langfristigen Aktivseite die umfangreichen Firmenwerte in Höhe von 40,09 Mio. € (31.12.22: 40,09 Mio. €) trotz des Anstiegs des der Bewertung zugrunde liegenden Diskontierungszinssatzes stabil geblieben sind. Selbst eine weitere Erhöhung des Diskontierungssatzes um 1,0 % hätte gemäß Sensitivitätsanalyse keine Auswirkung auf die Bewertung.

Eine weitere wesentliche Position auf der Aktivseite, die liquiden Mittel, sind leicht auf 13,49 Mio. € (31.12.22: 15,53 Mio. €) zurückgegangen. Während der operative Cash Flow mit 7,88 Mio. €, wie für die USU Software AG üblich, deutlich positiv war, führten die Dividendenausschüttung in Höhe von 5,50 Mio. €, die Tilgung von Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 3,05 Mio. € sowie ein Cash Flow aus der Investitionstätigkeit in Höhe von 1,59 Mio. € zu einer Reduzierung der Liquidität.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2023	GJ 2024e	GJ 2025e	GJ 2026e
Umsatzerlöse	132,08	143,97	158,37	174,20
Bereinigtes EBITDA (Marge)	13,33 (10,1%)	15,73 (10,9%)	21,86 (13,8%)	29,67 (17,0%)
EBITDA (Marge)	12,43 (9,4%)	15,48 (10,8%)	21,86 (13,8%)	29,67 (17,0%)
Jahresüberschuss	5,28	7,27	11,80	17,34
EPS in €	0,50	0,69	1,12	1,65

Quelle: GBC AG

Prognosegrundlage 2024 - 2026

Gemäß der aktualisierten Guidance erwartet der USU-Vorstand für das laufende Geschäftsjahr 2024 ein Umsatzwachstum auf 143 bis 146 Mio. € bei einer überproportionalen Entwicklung des bereinigten EBITDA, das in einer Bandbreite von 14 bis 16 Mio. € erwartet wird. Dies würde mit einer Verbesserung der EBITDA-Marge auf 9,8 % bis 11,0 % einhergehen. Das erwartete Umsatzwachstum von rund 10 % basiert auf der bereits fortgeschrittenen SaaS-Transformation, wodurch die Geschäftsentwicklung langsam in den „eingeschwungenen“ Zustand übergeht. Die fortgeschrittene Transformation und damit der Anstieg des wiederkehrenden Geschäfts hat erwartungsgemäß zu einem hohen Auftragsbestand geführt. Dieser lag zum 31.12.2023 mit 84,37 Mio. € (31.12.2022: 82,99 Mio. €) nochmals über dem absoluten Rekordwert des Vorjahres. Besonders deutlich wird der starke Anstieg des Auftragseingangs im langfristigen Vergleich. In den letzten fünf Geschäftsjahren ist der Auftragseingang um durchschnittlich 11,4 % pro Jahr gewachsen.

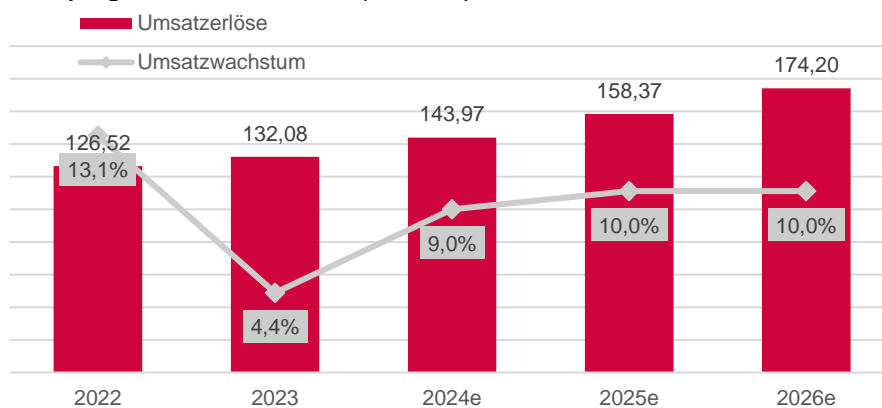
Vor diesem Hintergrund und der anhaltend hohen Nachfrage nach Digitalisierungslösungen ist auch die Mittelfristplanung der USU Software AG nachvollziehbar. Für die kommenden Geschäftsjahre wird ein Umsatzwachstum von rund 10 % sowie eine Verbesserung der bereinigten EBITDA-Marge auf 17 bis 19 % bis 2026 erwartet. Dies vor dem Hintergrund des zunehmenden SaaS-Geschäfts.

Als Basis der Guidance nennt das Unternehmen weiterhin die drei etablierten Wachstumssäulen: Ausbau des internationalen Umsatzes, Entwicklung und Markteinführung neuer Produktinnovationen sowie anorganisches Wachstum. Während das anorganische Wachstum ohne einen konkreten Akquisitionskandidaten nicht abschätzbar ist, liegen für die beiden anderen Wachstumssäulen bereits aussagekräftige Grundlagen vor. Insbesondere durch die Neuausrichtung des Vertriebs der US-Tochtergesellschaft sieht das USU-Management das größte Wachstumspotenzial im internationalen Geschäft, hier insbesondere im US-Markt.

Umsatz- und Ergebnisprognosen

Mit dem steigenden Anteil wiederkehrender Umsätze verbessert sich die Planbarkeit der USU-Geschäftsentwicklung. Trotz des aktuell herausfordernden konjunkturellen Umfelds unterstellen wir für das laufende Geschäftsjahr 2024 ein Umsatzwachstum in Höhe von 9,0 % auf 143,97 Mio. € im Einklang mit der Unternehmensguidance. Die erwartete mittelfristig konstante Umsatzdynamik von rund 10 % p.a. sollte zu Umsatzerlösen von 158,37 Mio. € im kommenden Geschäftsjahr 2025 und 174,20 Mio. € im Geschäftsjahr 2026 führen. Der Trend, wonach die USU Software AG jedes Geschäftsjahr einen neuen Umsatzrekord aufstellt, sollte sich damit fortsetzen.

Umsatzprognosen 2024 bis 2026 (in Mio. €)

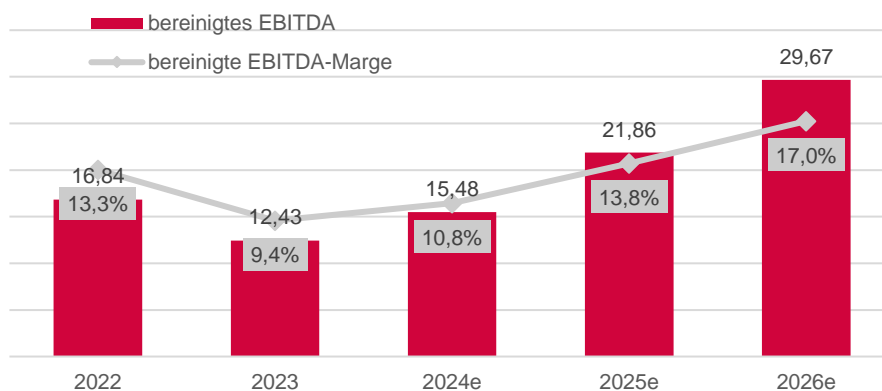


Quelle: GBC AG

Auch die Entwicklung des bereinigten EBITDA ist durch die Unternehmens-Guidance klar vorgegeben. Die Erwartung einer steigenden Profitabilität wird durch die derzeit voranschreitende SaaS-Transformation untermauert. Denn im Rahmen der Transformation findet eine Margenverschiebung in die Zukunft statt, so dass im eingeschwungenen Zustand eine deutliche Steigerung der Profitabilität sichtbar werden sollte. Darüber hinaus sollte es der Gesellschaft gelingen, bei steigenden Umsätzen auch von Skaleneffekten zu profitieren. Eine Herausforderung dürfte dabei die Anpassung des Personalbestandes an das weiter erwartete Wachstum im Beratungsgeschäft sein, was mit einem Rückgang der vergleichsweise hohen Aufwendungen für Free Lancer einhergehen würde.

Analog zur Unternehmensplanung gehen wir von einer kontinuierlichen Verbesserung der bereinigten EBITDA-Marge auf bis zu 17 % im Geschäftsjahr 2026 aus. Da wir aus heutiger Sicht keine Sonderbelastungen erwarten, gibt es in unserer Prognose ab 2025 keinen Unterschied zwischen EBITDA und bereinigtem EBITDA.

Prognose bereinigtes EBITDA (in Mio. €) und dazugehörige EBITDA-Marge



Quelle: GBC AG

Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024-2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 6,5 % (bisher: 6,5 %). Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 17,0% (bisher: 15,0 %) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der USU Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 2,50 % (bisher: 2,00 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir bei börsennotierten Unternehmen eine historische Marktprämie von 5,50 % an. Bei nicht börsennotierten Unternehmen steigt die Marktprämie auf 7,00 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen. Aufgrund des geplanten Delistings erhöht sich die von uns verwendete Marktrisikoprämie auf 7,00 %.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,11.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,09 % (bisher: 7,59 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 10,25 % (bisher: 8,09 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir einen fairen Wert je Aktie in Höhe von 27,00 € (bisher: 29,30 €) ermittelt. Der Rückgang ist ausschließlich eine Folge der erhöhten Kapitalkosten. Auf der einen Seite haben wir einen höheren risikolosen Zinssatz verwendet. Andererseits haben wir, aufgrund des geplanten Delisting, die Marktrisikoprämie angehoben.

DCF-Modell

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	6,5%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	17,0%	ewige EBITA - Marge	15,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	8,8%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,3%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 30e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	143,97	158,37	174,20	185,53	197,59	210,43	224,11	238,67	
US Veränderung	9,0%	10,0%	10,0%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	2,42	2,78	3,19	3,51	3,86	4,23	4,63	5,06	
EBITDA	15,48	21,86	29,67	31,60	33,66	35,84	38,17	40,65	
EBITDA-Marge	10,8%	13,8%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	
EBITA	10,48	16,96	24,87	26,80	29,01	31,35	33,81	36,41	
EBITA-Marge	7,3%	10,7%	14,3%	14,4%	14,7%	14,9%	15,1%	15,3%	15,3%
Steuern auf EBITA	-3,15	-5,09	-7,46	-8,04	-8,70	-9,40	-10,14	-10,92	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	7,34	11,87	17,41	18,76	20,31	21,94	23,67	25,49	
Kapitalrendite	11,9%	20,0%	30,4%	34,0%	38,0%	42,4%	47,0%	52,0%	54,7%
Working Capital (WC)	0,00	0,25	0,50	0,54	0,57	0,61	0,65	0,69	
WC zu Umsatz	0,0%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	
Investitionen in WC	-0,13	-0,25	-0,25	-0,04	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	59,38	56,98	54,68	52,88	51,23	49,74	48,37	47,12	
AFA auf OAV	-5,00	-4,90	-4,80	-4,80	-4,64	-4,50	-4,37	-4,25	
AFA zu OAV	8,4%	8,6%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	
Investitionen in OAV	-2,50	-2,50	-2,50	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investiertes Kapital	59,38	57,23	55,18	53,41	51,81	50,35	49,02	47,81	
EBITDA	15,48	21,86	29,67	31,60	33,66	35,84	38,17	40,65	
Steuern auf EBITA	-3,15	-5,09	-7,46	-8,04	-8,70	-9,40	-10,14	-10,92	
Investitionen gesamt	-2,63	-2,75	-2,75	-3,04	-3,03	-3,04	-3,04	-3,04	
Investitionen in OAV	-2,50	-2,50	-2,50	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	-3,00	
Investitionen in WC	-0,13	-0,25	-0,25	-0,04	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	9,71	14,02	19,46	20,52	21,92	23,40	24,99	26,69	321,99

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	263,27	276,23
Barwert expliziter FCFs	100,64	96,94
Barwert des Continuing Value	162,63	179,30
Nettoschulden (Net debt)	0,71	-7,95
Wert des Eigenkapitals	262,56	284,18
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	262,56	284,18
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,95	27,00

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	7,0%
Beta	1,11
Eigenkapitalkosten	10,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	10,3%

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:

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

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://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:

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

§ 2 (IV) Informationsbasis:

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

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

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

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

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

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

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

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

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

§ 2 (V) 3. Compliance:

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

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

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

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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