



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

**Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen
USU-Guidance und GBC-Prognosen bestätigt
Kurszielanstieg durch Roll-Over-Effekt**

Kursziel: 35,30 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

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

USU Software AG*5a,6a,11

KAUFEN

Kursziel: 35,30 €
(bisher: 33,65 €)

aktueller Kurs: 27,20
02.09.21 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 286,25
EnterpriseValue³: 279,33
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 36,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

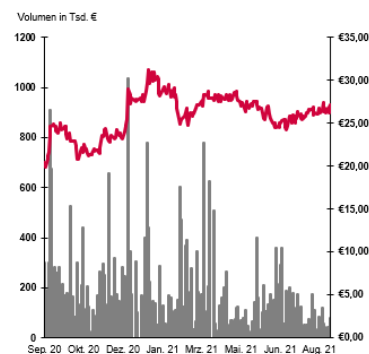
Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business
Mitarbeiter: 739 Stand: 30.06.2021
Gründung: 1977
Firmensitz: Möglingen
Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Dr. Benjamin Strehl



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen für das strategische und operative IT- & Enterprise Servicemanagement. Kunden erhalten eine Gesamtsicht auf ihre IT-Prozesse sowie ihre IT-Infrastruktur und sind in der Lage, Services transparent zu planen, zu verrechnen, zu überwachen und zu steuern. Im Bereich Software-Lizenzmanagement gehört USU dabei zu den führenden Herstellern weltweit. Im Kompetenzfeld Digital Interaction bietet die USU Lösungen und Beratungsleistungen für die Digitalisierung von Geschäftsprozessen. Diese automatisierten Service-Abläufe stellen Wissen aktiv für alle Kommunikations-Kanäle und Kundenkontaktpunkte in Vertrieb, Marketing und Kundenservice bereit. Das Portfolio der USU-Gruppe wird durch Software für Industrial Big Data sowie das Service-Segment mit Systemintegration und individuellen Anwendungen komplettiert. Zum internationalen Kundenkreis der USU-Gruppe gehören inzwischen über 1.000 Unternehmen, darunter beispielsweise Allianz, Baloise Group, BOSCH, BMW, Daimler, Deutsche Telekom, DEVK, EDEKA, Heidelberger Druckmaschinen, Jacobs Engineering, Jungheinrich, Poste Italiane, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatz	107,33	115,71	131,91	147,74
EBIT	7,02	9,15	13,33	17,64
bereinigtes EBIT	9,24	9,85	14,03	18,34
Jahresüberschuss	5,48	6,34	9,26	12,28

Kennzahlen in EUR

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

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,60	2,41	2,12	1,89
EV/EBIT	39,78	30,53	20,95	15,83
EV/bereinigtes EBIT	30,23	28,36	19,91	15,23
KGV	52,20	45,18	30,91	23,31
KBV	4,63			

Finanztermine

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

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
27.05.2021: RS / 33,65 / KAUFEN
08.04.2021: RS / 33,65 / KAUFEN
24.11.2020: RS / 25,50 / HALTEN
03.09.2020: RS / 22,00 / HALTEN
02.06.2020: RS / 19,15 / HALTEN

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Umsatzzanstieg in Höhe von 3,3 % auf 26,75 Mio. € (Q2 2020: 25,89 Mio. €) hat die USU Software AG ihren Wachstumskurs fortgesetzt. Insgesamt verbesserten sich die Umsätze im ersten Halbjahr 2021 um 3,5 % auf 53,93 Mio. € (VJ: 52,10 Mio. €) und damit wurde ein neuer Halbjahres-Rekordwert erreicht. Unverändert profitierte die Gesellschaft dabei von einer hohen Nachfrage nach Digitalisierungsprojekten, die während der Corona-Pandemie von den Kunden verstärkt angegangen wurden.
- Dies hatte zu vielen Neuaufträgen geführt, die insbesondere das Beratungsgeschäft, welches um 8,2 % auf 31,99 Mio. € (VJ: 29,57 Mio. €) stark zugelegt hatte, positiv beeinflusst haben. Zudem hatte sich der Trend hin zu SaaS weiter fortgesetzt, so dass die wiederkehrenden Wartungs-/SaaS-Erlöse ebenfalls um 4,7 % auf 16,60 Mio. € (VJ: 15,86 Mio. €) zugelegt haben. Die besondere Dynamik in diesem Bereich wird anhand des durchschnittlichen Wachstums (CAGR) ersichtlich, In den vergangenen fünf Jahren lag der CAGR auf Halbjahresbasis bei einem hohen Wert von 9,2 %. Demgegenüber steht ein tendenzieller Rückgang bei den Einmallyzenzen, die im ersten Halbjahr um 17,8 % auf 4,80 Mio. € (VJ: 5,84 Mio. €) gefallen sind.
- Aufgrund des weiterhin nur unterproportionalen Anstiegs der operativen Kosten verzeichnete die USU Software AG einen dynamischen Anstieg des bereinigten EBIT um 24,6 % auf 4,32 Mio. € (VJ: 3,47 Mio. €). Die vergleichsweise stabile Kostenbasis dürfte auch vor dem Hintergrund der pandemiebedingten Einschränkungen von geringeren Reisekosten oder niedrigere Kosten im Zusammenhang mit dem Vertrieb (Kundenveranstaltungen, allgemeine Veranstaltungen) profitiert haben. Aber auch das höhere Umsatzniveau dürfte mit Skaleneffekten einhergegangen sein, auch wenn die sehr margenstarken Lizenzerträge rückläufig waren.
- Mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2021 hat das USU-Management die Guidance für das laufende Geschäftsjahr sowie die mittelfristigen Planungen bestätigt. Für 2021 werden weiterhin ein leichtes Umsatzwachstum sowie ein bereinigtes EBIT in Höhe von 9 bis 10 Mio. € erwartet. Mittelfristig soll das Umsatzwachstum bei durchschnittlich 10 % liegen und bis 2024 die bereinigte EBIT-Marge auf 13 bis 15 % angehoben werden. Dabei soll das starke SaaS-Geschäft ein wichtiger Treiber sein sowie die Kosteneinspareffekte im Zuge der „One USU“-Strategieumsetzung für einen überproportionalen Ergebnisanstieg verantwortlich sein.
- Zudem sollte die Gesellschaft weiterhin vom Digitalisierungstrend sowie insgesamt von der Tatsache, dass der überwiegende Teil der Kunden Branchen angehört, die nicht von der Corona-Pandemie betroffen war, profitieren. Diesbezüglich wurden in den vergangenen Monaten eine Reihe von Neukunden gewonnen und insgesamt der Auftragsbestand auf einen neuen Rekordwert von 66,23 Mio. € (VJ: 59,55 Mio. €) deutlich gesteigert. Ausgehend von den bestätigten Unternehmensprognosen behalten wir auch unsere Schätzungen für unsere konkrete Schätzperiode 2021 bis 2023 unverändert bei.
- Auf Basis unserer unveränderten Prognosen behalten wir auch unser DCF-Bewertungsmodell unverändert bei. Dennoch erhöht sich das Kursziel auf 35,30 € (bisher: 33,65 €), ausschließlich als Resultat eines Roll-Over-Effektes. Die neue Kurszielbasis ist der 31.12.2022 (bisher: 31.12.2021). Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

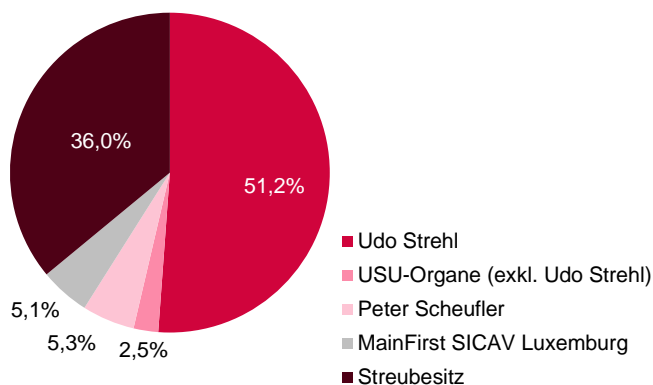
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2021	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2021	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2021	7
Prognose und Bewertung	8
Anhang	9

UNTERNEHMEN

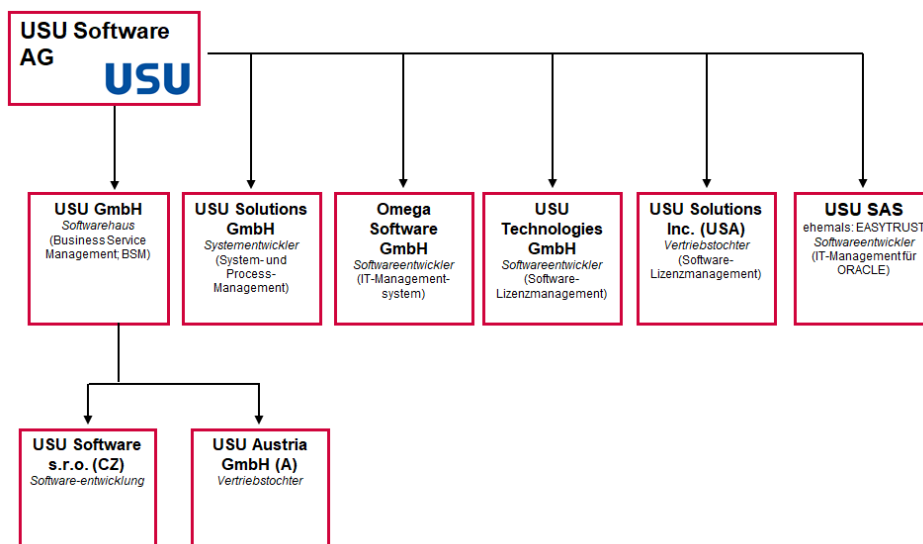
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,2 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	2,5 %
Peter Scheufler	5,0 %
MainFirst SICAV Luxemburg	5,1 %
Streubesitz	36,3 %

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

In den ersten sechs Monaten 2021 gab es, wie auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020, keine Veränderungen im Konsolidierungskreis der USU Software AG, welcher weiterhin acht inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften umfasst. Im Zuge des Strategieprogramms „One USU“, im Rahmen dessen auch ein einheitlicher Auftritt unter dem Markennamen „USU“ umgesetzt wurde, hat zu Beginn des Jahres 2021 eine Umfirmierung der Gesellschaften LeuTek GmbH in USU Solutions GmbH sowie der Aspera GmbH in USU Technologies GmbH stattgefunden. Die US-Tochter Aspera Technologies Inc. wurde in USU Solutions Inc. umfirmiert.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2021

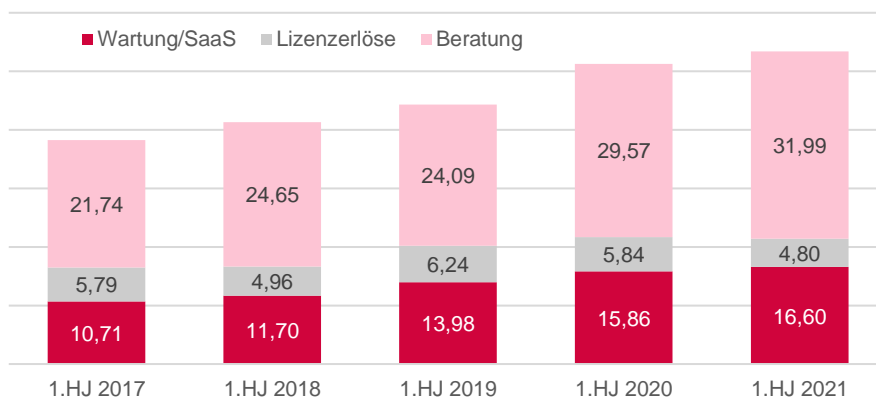
GuV in Mio. €	1.HJ 2018	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021
Umsatzerlöse	41,77	44,88	52,10	53,93
davon Wartungserlöse/SaaS	11,70	13,98	15,86	16,60
davon Lizenzzerlöse	4,96	6,24	5,84	4,80
davon Beratungserlöse	24,65	24,09	29,57	31,99
EBIT	-0,47	0,00	3,47	4,32
bereinigtes EBIT	0,26	0,69	3,90	4,58
Periodenergebnis	-0,68	-0,96	3,09	3,79

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2021

Das zweite Quartal 2021 ist als eine Fortsetzung der positiven Entwicklung der vergangenen Quartale zu betrachten. Mit Umsatzerlösen in Höhe von 26,75 Mio. € (Q2 2020: 25,89 Mio. €) wurde der Vorjahreswert um 3,3 % übertroffen und damit hat sich das im ersten Quartal 2021 erreichte Wachstum fortgesetzt. In Summe, also auf Sicht des ersten Halbjahres 2021, verbesserten sich die Umsätze des USU-Konzerns gegenüber der schon von einem hohen Wachstum geprägten Vorjahresperiode um 3,5 % auf 53,93 Mio. € (VJ: 52,10 Mio. €) und damit wurde ein neuer Halbjahres-Rekordwert erreicht.

Aufteilung der Halbjahresumsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach Unternehmensangaben resultiert das Umsatzwachstum insbesondere aus einer hohen Nachfrage nach Digitalisierungsprojekten, die während der Corona-Pandemie von den Kunden verstärkt angegangen wurden. Die vielen Neuaufträge hatten in erster Linie die Beratungserlöse besonders stark um 8,2 % auf 31,99 Mio. € (VJ: 29,57 Mio. €) ansteigen lassen.

Parallel zur hohen Anzahl an Digitalisierungsprojekten hatte sich der Trend vom Einmal-lizenz-Geschäft hin zu SaaS-Erlösen auch in der abgelaufenen Berichtsperiode fortgesetzt. Damit erhöhten sich die wiederkehrenden Wartungs-/SaaS-Erlöse, die aber vornehmlich aus SaaS-Erlösen bestehen, um 4,7 % auf 16,60 Mio. € (VJ: 15,86 Mio. €). Die besondere Dynamik, die aus der dargestellten Verschiebung hin zum wiederkehrenden Cloud-Geschäft entstanden ist, wird in der langfristigen Betrachtung gut ersichtlich. Im fünf-Jahresvergleich legten die Wartungs-/SaaS-Erlöse des ersten Halbjahres um durchschnittlich (CAGR) 9,2 % besonders stark zu.

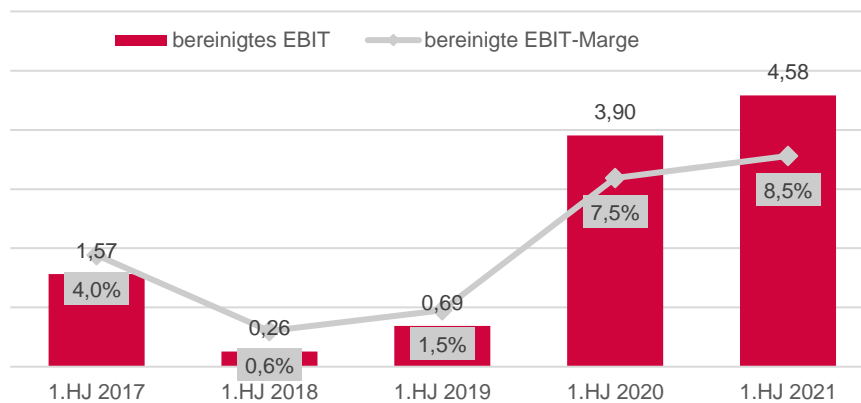
Demgegenüber steht ein tendenzieller Rückgang im Einmalizenz-Geschäft, das gegenüber dem Vorjahreswert um 17,8 % auf 4,80 Mio. € (VJ: 5,84 Mio. €) deutlich gefallen ist.

Dieser deutliche Rückgang ist überwiegend den niedrigeren Lizenzerlösen im ersten Quartal 2021 (Q1 2021: -35,8 %) geschuldet, während diese im zweiten Quartal 2021 um 7,1 % gestiegen waren und damit eine Trendumkehr vorliegt.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2021

Der erreichte neue Rekordwert bei den Halbjahresumsätzen wurde von einem neuen Rekordwert beim operativen Ergebnis begleitet. Das von der USU Software AG um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT lag mit 4,32 Mio. € (VJ: 3,47 Mio. €) um 24,6 % über dem Vorjahreswert. Die dazugehörige bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich auf 8,5 % (VJ: 7,5 %) und bewegt sich damit weiter in Richtung der anvisierten zweistelligen Größenordnung. Der Unterschied zwischen bereinigtem EBIT und dem „IFRS-EBIT“ wird, da in der jüngsten Vergangenheit keine Akquisition getätigt wurde, immer geringer. Im ersten Halbjahr betrug dieser 0,26 Mio. € (VJ: 0,44 Mio. €).

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die daraus resultierende nur unterproportionale Kostenentwicklung ist in erster Linie der stabilen Entwicklung der operativen Kosten unterhalb des Bruttoergebnisses zu verdanken. Hier handelt es sich um Marketing- und Vertriebskosten, Verwaltungskosten sowie um Forschungs- und Entwicklungskosten. Weiterhin dürfte die Gesellschaft hier im Umfeld der pandemiebedingten Maßnahmen geringere Aufwendungen im Zusammenhang mit Reisekosten oder mit Kundenveranstaltungen ausgewiesen haben. Zudem hat sich die Anzahl der Neueinstellungen, nachdem in den vergangenen Berichtsperioden ein deutlicher Belegschaftsausbau erfolgt ist, auf niedrigem Niveau eingependelt. Damit dürfte hier eine geringere Kostendynamik vorherrschen.

Den stabilen Kosten unterhalb des Bruttoergebnisses steht ein Anstieg der Herstellkosten des Umsatzes in Höhe von 6,3 % auf 26,90 Mio. € (VJ: 25,32 Mio. €) gegenüber. Dies ist insbesondere durch höhere Honorare für zusätzlich eingestellte Freelancer zustande gekommen. Im Zuge der höheren Umsätze muss die Gesellschaft, beim Abarbeiten von Auftragspitzen, verstärkt auf Freelancer zurückgreifen bzw. deren Honorare an die erzielten Umsätze anpassen.

Unterm Strich, also nach Berücksichtigung des gewohnheitsmäßig niedrigen Finanzaufwandes, dem jedoch aufgrund von Währungsgewinnen Finanzerträge gegenüberstanden, sowie des Steueraufwandes, hat die USU Software AG mit 3,79 Mio. € (VJ: 3,09 Mio. €) auch beim Periodenergebnis einen neuen Halbjahres-Rekordwert erreicht.

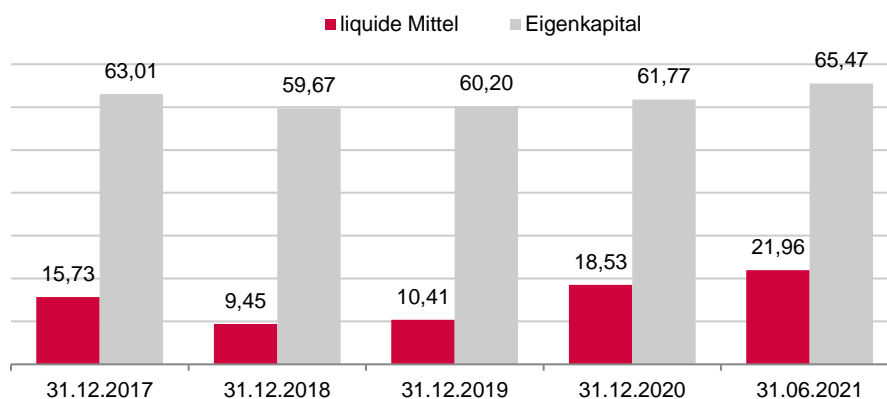
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2021

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	30.06.2021
Eigenkapital	60,20	61,77	65,47
EK-Quote (in %)	57,6%	53,5%	54,9%
Operatives Anlagevermögen	58,24	64,95	64,73
Working Capital	-3,62	-6,36	-6,19
Liquide Mittel	10,41	18,53	21,96
Cashflow - operativ	9,52	17,74	5,00
Cashflow - Investition	-1,82	-2,44	-0,34
Cashflow - Finanzierung	-6,77	-7,05	-1,39

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der neue Halbjahres-Rekordwert hat das Eigenkapital auf 65,47 Mio. € (31.12.2020: 61,77 Mio. €) deutlich ansteigen lassen. Die dazugehörige EK-Quote hat sich auf 54,9 % (31.12.2020: 53,5 %) leicht erhöht. Das Fremdkapital der USU Software AG enthält unverändert keinerlei Bankverbindlichkeiten und besteht dabei in erster Linie aus Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 16,90 Mio. € (31.12.2020: 16,43 Mio. €). Dabei handelt es sich hauptsächlich um Verbindlichkeiten im Zusammenhang mit langfristigen Mietverträgen. Ohne Bilanzierung dieser Verbindlichkeiten, die im Rahmen von IFRS 16 seit 2019 verpflichtend ist, würde die EK-Quote bei 64,0 % liegen. Der Rest des Fremdkapitals enthält zudem vereinnahmte Zahlungen für Wartungs- und SaaS-Verträge, für die im Laufe des Jahres bzw. der Vertragslaufzeit eine Leistungserbringung erfolgen wird.

Eigenkapital und liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf der Aktivseite der USU-Bilanz ist vor allem der Anstieg der liquiden Mittel auf 21,96 Mio. € (31.12.2020: 18,53 Mio. €) erwähnenswert. Bei einem nahezu unveränderten Working Capital hatte die Gesellschaft von der guten Geschäftsentwicklung des ersten Halbjahres 2021 profitiert, die einen positiven operativen Cashflow in Höhe von 5,00 Mio. € (VJ: 11,46 Mio. €) nach sich gezogen hat. Nach Abzug geringer Investitionen ins Anlagevermögen (-0,34 Mio. €) sowie der Tilgung von Leasingverbindlichkeiten (-1,39 Mio. €), was mit den liquiditätswirksamen Mietzahlungen gleichzusetzen ist, kam es zum dargestellten Liquiditätsanstieg. Nach dem Bilanzstichtag ist zudem die Auszahlung einer Dividende in Höhe von 0,40 € je Aktie bzw. insgesamt von 4,21 Mio. € erfolgt, was zu einer Reduktion der Liquidität und des Eigenkapitals geführt hat. Auch dann noch verfügt die Gesellschaft über einen ausreichenden Bestand an liquiden Mitteln, um kurzfristige mögliche Opportunitäten im M&A-Bereich wahrzunehmen. Anorganisches Wachstum ist dabei weiterhin ein erklärtes Ziel und wichtiger Pfeiler der Unternehmensstrategie.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

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

Quelle: GBC AG

Das USU-Management hat mit Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2021 die Prognosen für das laufende Gesamtjahr bestätigt. Weiterhin wird von einem leichten Umsatzwachstum ausgegangen und es wird eine Steigerung des bereinigten EBIT auf mindestens 9 bis 10 Mio. € erwartet. Hierzu soll weiterhin das starke SaaS-Geschäft beitragen, sowie weitere Kosteneinspareffekte im Zuge der „One USU“-Strategieumsetzung erzielt werden. Auch der mittelfristige Ausblick eines Umsatzwachstums für die kommenden Jahre von durchschnittlich 10 % sowie eines Ausbaus der bereinigten EBIT-Marge bis 2024 auf 13 – 15 % wurde bestätigt.

Weiterhin dürfte die Gesellschaft vom Digitalisierungstrend sowie insgesamt von der Tatsache, dass der überwiegende Teil der Kunden Branchen angehört, die nicht von der Corona-Pandemie betroffen war, profitieren. In den vergangenen Monaten hat die Gesellschaft zudem eine Reihe von Neukunden gewinnen und insgesamt den Auftragsbestand auf einen neuen Rekordwert von 66,23 Mio. € (30.06.2021: 59,55 Mio. €) anheben können. Zu den Neukunden zählen, neben einem nicht näher genannten Medizintechnik- und Gesundheitskonzern sowie einem in New York ansässigen Werbe- und Softwareunternehmen die WM-Gruppe, die Leipziger Stadtwerke, die Bayerische Landesbank sowie die FKS IT. Zudem wurde die Zusammenarbeit mit einem europäischen Automobilhersteller im SAP-Lizenzmanagement vertieft.

Darüber hinaus rechnet sich das USU-Management im Zusammenhang mit dem Strategieprogramm „One USU“ positive Effekte bei der Neukundengewinnung aus. Klassischerweise handelt es sich bei den erwarteten Effekten um „Cross-Selling“, da mit der Zusammenführung unter einem Markendach auch eine Bündelung der Technologien stattgefunden hat. Kunden können künftig das modulare Beratungs- und Technologieangebot aus „einer Hand“ nutzen. Nach Unternehmensangaben hat die Umsetzung des Strategieprogramms dem Bekanntheitsgrad positive Impulse beschert.

Vor dem Hintergrund der bestätigten Unternehmensprognosen behalten wir auch unsere Schätzungen für unsere konkrete Schätzperiode 2021 bis 2023 unverändert bei. Die im ersten Halbjahr 2021 erreichten Werte liegen voll im Rahmen der Erwartungen, womit die Erfüllungswahrscheinlichkeit der Unternehmens-Guidance und damit unserer Prognosen gestiegen ist. Um die von uns erwarteten Umsätze in Höhe von 115,71 Mio. € und das von uns erwartete bereinigte EBIT in Höhe von 9,85 Mio. € zu erreichen, müsste die Gesellschaft im zweiten Halbjahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 61,08 Mio. €, bei einer bereinigten EBIT-Marge in Höhe von 8,6 % erreichen. Vor allem da die Saisonalität zu Gunsten des zweiten Halbjahres ausfällt, sind beide Werte realistisch, zumal bereits im ersten Halbjahr eine bereinigte EBIT-Marge in Höhe von 8,5 % erreicht wurde.

Auf Basis unserer unveränderten Prognosen behalten wir auch unser DCF-Bewertungsmodell unverändert bei. Dennoch erhöht sich das Kursziel auf 35,30 € (bisher: 33,65 €), ausschließlich als Resultat eines Roll-Over-Effektes. Die neue Kurszielbasis ist der 31.12.2022 (bisher: 31.12.2021). Wir 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