



Researchstudie (Anno)

USU Software AG

USU

**Umsatz- und Ergebnis in 2020 besser als erwartet
Mittelfristig 10 % Umsatzwachstum und deutliche Rentabilitäts-
verbesserung erwartet
Kursziel auf KAUFEN angehoben**

Kursziel: 33,65 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

USU Software AG*5a,6a,11

KAUFEN

Kursziel: 33,65 €
(bisher: 25,50 €)

aktueller Kurs: 27,30
07.04.21 / XETRA / 12:24 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 290,46
EnterpriseValue³: 286,91
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 36,3 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
LBBW (ICF)

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: 732 Stand: 31.12.2020

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	2,67	2,48	2,18	1,94
EV/EBIT	40,86	31,36	21,52	16,26
EV/bereinigtes EBIT	31,05	29,13	20,45	15,64
KGV	52,96	45,85	31,36	23,65
KBV	4,70			

Finanztermine

14.05.2021: 3-Monatsbericht 2021
17-19.05.21: Equity Forum
06.07.2021: Hauptversammlung
31.08.2021: 6-Monatsbericht 2021
10-11.09.21: IR-Fahrt Rüttbauer
18.11.2021: 9-Monatsbericht 2021
22.-24.11.21: Eigenkapitalforum
07.-08.12.21: MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
24.11.2020: RS / 25,50 / HALTEN
03.09.2020: RS / 22,00 / HALTEN
02.06.2020: RS / 19,15 / HALTEN
06.04.2020: RS / 19,00 / KAUFEN
05.03.2020: RS / 19,70 / KAUFEN

** 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 Umsatzanstieg in Höhe von 12,2 % auf 107,33 Mio. € (VJ: 95,63 Mio. €) hat die USU Software AG das von der Corona-Pandemie geprägte Geschäftsjahr 2020 erfolgreich bestritten. Sogar die ursprüngliche, vor der Corona-Pandemie ausformulierte Unternehmens-Guidance (102 – 105 Mio. €) wurde damit übertroffen. Grundsätzlich profitiert die Gesellschaft dabei vom aktuellen Digitalisierungstrend in den Unternehmen. Zudem ist der Großteil der USU-Kunden in Branchen tätig, die nur wenig von den Corona-bedingten Einschränkungen betroffen waren. Rund 80 % der Umsatzerlöse werden mit Kunden aus wenig betroffenen Branchen wie Finanzen, öffentliche Verwaltung, Technologie, Pharma, Versorgungswirtschaft und Telekommunikation erwirtschaftet.
- Auf die einzelnen Umsatzarten heruntergebrochen wird insbesondere die dynamische Entwicklung der Beratungserlöse (+20,6 %) sichtbar, die von einer erhöhten Nachfrage nach der Digitalisierung von Geschäftsprozessen profitiert haben. Da mittlerweile ein hoher Anteil der Neuaufträge in Form wiederkehrender SaaS-Aufträge abgeschlossen wird, legten auch die wiederkehrenden Wartungs-/SaaS-Erlöse um 13,1 % zu. Dies geht in der Regel zu Lasten der einmaligen Lizenzerlöse, die um 2,08 Mio. € unter dem Vorjahr lagen. Das um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT legte im Vergleich zum Umsatz um 48,3 % auf 9,24 Mio. € (VJ: 6,23 Mio. €) deutlich überproportional zu. Die bereinigte EBIT-Marge verbesserte sich daher sichtbar auf 8,6 % (VJ: 6,5 %), was als ein gutes Indiz für die von der Gesellschaft insgesamt angestrebte Rentabilitätsverbesserung zu verstehen ist.
- Während das USU-Management für das laufende Geschäftsjahr ein leichtes Umsatzwachstum und ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 9 – 10 Mio. € erwartet, soll das durchschnittliche Umsatzwachstum bis 2024 bei 10 % liegen und die bereinigte EBIT-Marge auf zwischen 13 – 15 % verbessert werden. Die in unseren Augen für 2021 vergleichsweise konservative Prognoseplanung des USU-Managements berücksichtigt die bestehende pandemiebedingte Investitionszurückhaltung der Unternehmen, die zumindest im ersten Halbjahr 2021 noch spürbar sein sollte. Das abgelaufene Geschäftsjahr hat aber gezeigt, dass das Geschäftsmodell der USU Software AG vergleichsweise krisenresistent ist, da die USU-Produkte genau den jetzt noch verstärkten Digitalisierungstrend bedienen.
- Positiv hervorzuheben ist der aktuell hohe Bestand an wiederkehrenden Erträgen. Dies ist nicht nur im Umfeld der aktuell immer noch unsicheren Lage besonders wichtig, SaaS-Umsätze gehen in der Regel mit einer überdurchschnittlich hohen Rentabilität einher. Der Auftragsbestand, der um 25,7 % über dem Vorjahreswert liegt, bietet unseres Erachtens eine gute Basis für das erwartete Umsatzwachstum. 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.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2021 rechnen wir mit Umsätzen in Höhe von 115,71 Mio. € und erwarten erst ab dem kommenden Geschäftsjahr einen stärkeren Umsatzsprung auf 131,91 Mio. €. Parallel dazu rechnen wir für 2021 mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 9,85 Mio. €, welches in 2022 spürbar auf 14,03 Mio. € ansteigen sollte. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer sukzessiven Rentabilitätsverbesserung.

- Als Resultat unseres DCF-Bewertungsmodells ergibt sich ein Kursziel in Höhe von 33,65 € (bisher: 25,50 €). Die Kurszielsteigerung ist einerseits auf die Reduktion der Kapitalkosten zurückzuführen. Auf der anderen Seite hat zur Kurszielsteigerung die erstmalige Berücksichtigung des Geschäftsjahres 2023 als konkrete Schätzperiode geführt, wodurch sich eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Modells ergibt. Wir heben unser Rating auf KAUFEN (bisher: Halten) an.

INHALTSVERZEICHNIS

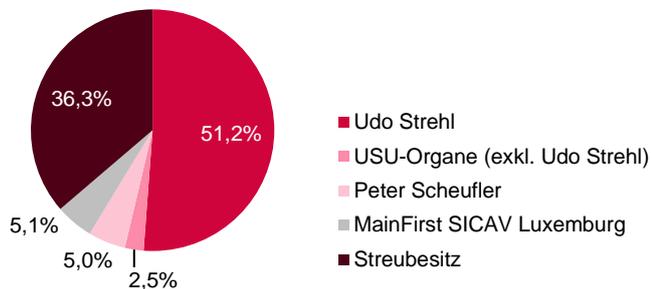
Executive Summary	2
Unternehmen	5
Aktionärsstruktur	5
Konsolidierungskreis	5
Produkte	5
USU Software Asset Management	6
USU IT Service Management	6
USU Self-Service Management	6
USU Knowledge Management	6
Referenzkunden	7
Markt und Marktumfeld	8
Unternehmensentwicklung	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2020	10
Umsatzentwicklung 2020	10
Ergebnisentwicklung GJ 2020	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Prognose und Bewertung	14
Bewertung	16
Modellannahmen	16
Bestimmung der Kapitalkosten	16
Bewertungsergebnis	16
DCF-Modell	17
Anhang	18

UNTERNEHMEN

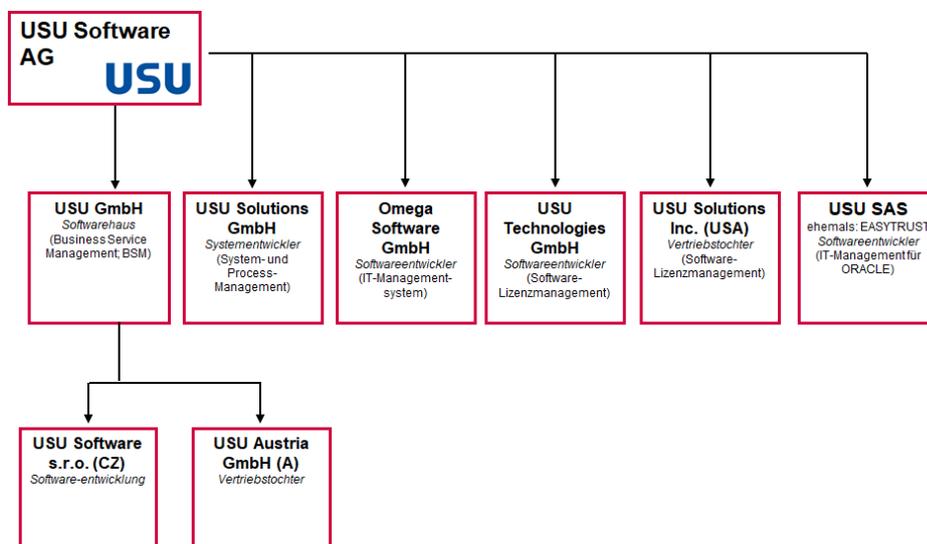
Aktionärsstruktur

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

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2020 gab es 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 Leu-Tek 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.

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 gewährleistet sein. So liefert das **professionelle Wissensmanagement im IT Service** Mitarbeitern und Endanwendern das jeweilige Expertenwissen, um Anfragen schnell beantwor-

ten 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:



MARKT UND MARKTUMFELD

Mit der dargestellten Produktpalette ist die USU Software AG als Software- und IT-Services-Anbieter Teil einer Branche, die im Umfeld der aktuellen Corona-Pandemie, stark von einem Digitalisierungsschub geprägt war. Gemäß KfW-Digitalisierungsbericht hatte bis Januar 2021 jedes dritte mittelständische Unternehmen seine Digitalisierung ausgeweitet, was notwendig war, um die akute Krise zu bewältigen. Trotz der zum Teil stark eingeschränkten Geschäftsaktivitäten haben lediglich 5 % der befragten Mittelständler die Aktivitäten zur Digitalisierung verringert. Um die notwendigen Abstände einhalten zu können, mussten nicht nur HomeOffice-Arbeitsplätze eingerichtet werden, um einen reibungslosen Arbeitsablauf zu gewährleisten, mussten zudem Arbeitsprozesse etc. ebenfalls digitalisiert werden.

Auch wenn viele Unternehmen zu einer schnellen Reaktion bei der Digitalisierung gezwungen waren, ist davon auszugehen, dass langfristige Vorhaben während der Corona-Pandemie zu großen Teilen zurückgestellt wurden. Darüber hinaus war und ist auch weiterhin ein Teil der Unternehmen mit der Krisenbekämpfung beschäftigt, was konträr zu etwaigen Investitionsentscheidungen steht. So kommt es, dass die negativen Effekte noch überwiegen und damit beispielsweise das Marktvolumen im Softwarebereich in 2020 insgesamt um -1,0 % und im Bereich IT-Services um -3,2 % jeweils rückläufig war. Unserer Ansicht nach dürfte die Branche aber künftig vom grundsätzlichen Bedeutungsgewinn der Digitalisierung profitieren.

Die Bitkom-Daten sind jedoch nicht differenziert genug, um eine zufriedenstellende Aussage für das Marktumfeld der USU Software AG abzuleiten. So ist die USU Software AG mit ihrer Produktpalette, die auf der Bereitstellung digitaler Informationen ausgerichtet ist, prädestiniert, um am Digitalisierungstrend zu profitieren. Vor diesem Hintergrund ist auch die Umsatzentwicklung der USU Software AG zu verstehen, die mit einem Anstieg in Höhe von 12,2 % losgelöst von der allgemeinen Marktentwicklung war. Insgesamt wird für das laufende Jahr 2021 mit einem Anstieg der Softwareumsätze in Höhe von 4,1 % und der Umsätze im Bereich IT-Services um 1,1 % gerechnet. Auch im laufenden Geschäftsjahr sollte die USU Software AG erneut ein im Vergleich zum Gesamtmarkt überproportionales Wachstum erreichen.

In der differenzierten Betrachtung der für die USU Software AG relevanten globalen Märkte wird eine im Vergleich zu den heterogenen Bitkom-Zahlen deutlich höhere Marktdynamik ersichtlich. Gemäß Prognosen von Verified Market Research soll der weltweite Markt für IT Service Management in dem Zeitraum 2019 – 2026 durchschnittlich jährlich mit einem CAGR von 11,2 % wachsen. Dass die USU Software AG am projizierten Wachstum dieses wettbewerbsintensiven Marktes partizipieren kann, ist sehr wahrscheinlich. Zuletzt hatte das deutsche Analysehaus Research in Action die Enterprise Service Management-Lösung von USU Software AG auf den ersten Platz im Gesamtranking eingestuft. Auch die USU-Servicemanagement-Suite USU IT Service Management (bisher: Valuemation) hat im direkten Vergleich mit den Top-10-Software-Anbietern den ersten Platz erhalten.

Im Bereich Software-Lizenzmanagement, in dem nur wenig relevante Anbieter tätig sind, wird gemäß „Market Research Future“ zwischen 2017 und 2023 ein durchschnittliches Wachstum in Höhe von 14,2 % prognostiziert. Die USU-Software wurde sowohl im Gartner Magic Quadrant 2020 für SAM Managed Services als auch im Gartner Magic Quadrant für SAM Tools genannt.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2019	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	95,63	107,33	115,71	131,91	147,74
Herstellungskosten	-46,17	-50,82	-54,85	-61,73	-69,14
Bruttoergebnis vom Umsatz	49,46	56,51	60,86	70,18	78,60
Marketing- und Vertriebskosten	-18,86	-20,40	-21,41	-23,35	-24,97
Allgemeine und Verwaltungskosten	-12,18	-14,30	-14,93	-16,09	-17,58
Forschungs- und Entwicklungskosten	-15,80	-15,43	-16,43	-18,20	-19,21
sonstige betriebliche Erträge	1,94	1,29	1,45	1,20	1,20
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,50	-0,66	-0,40	-0,40	-0,40
Betriebsergebnis	4,05	7,02	9,15	13,33	17,64
Zinserträge	0,10	0,05	0,10	0,10	0,10
Zinsaufwendungen	-0,11	-0,27	-0,20	-0,20	-0,20
Ergebnis vor Steuern	4,05	6,80	9,05	13,23	17,54
Steuern	1,22	-1,32	-2,71	-3,97	-5,26
Jahresüberschuss	5,27	5,48	6,33	9,26	12,28
EBITDA	9,92	13,38	13,95	18,03	22,24
EBITDA-Marge	10,4%	12,5%	12,1%	13,7%	15,1%
EBIT	4,05	7,02	9,15	13,33	17,64
EBIT-Marge	4,2%	6,5%	7,9%	10,1%	11,9%
bereinigtes EBIT	6,23	9,24	9,85	14,03	18,34
bereinigte EBIT-Marge	6,5%	8,6%	8,5%	10,6%	12,4%
Ergebnis je Aktie in €	0,50	0,52	0,60	0,88	1,17
Dividende je Aktie in €	0,40	0,40	0,45	0,50	0,55
Aktienzahl in Mio. Stück	10,52	10,52	10,52	10,52	10,52

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2020

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019	GJ 2020
Umsatzerlöse	90,49	95,63	107,33
davon Produkt	68,43	74,35	79,78
davon Service	21,79	21,08	27,39
EBITDA	5,51	9,92	13,38
EBITDA-Marge	6,1%	10,4%	12,5%
EBIT	2,71	4,05	7,02
EBIT-Marge	3,0%	4,2%	6,5%
bereinigtes EBIT	4,13	6,23	9,24
bereinigte EBIT-Marge	4,6%	6,5%	8,6%
Jahresüberschuss	0,96	5,27	5,48
EPS in €	0,09	0,50	0,52

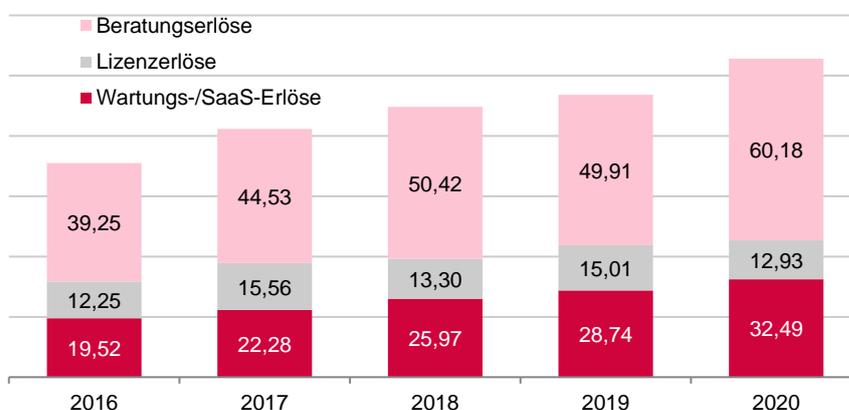
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2020

Trotz Corona-Krise hat die USU Software AG eine neue Umsatzrekordmarke aufgestellt. Mit Umsätzen in Höhe von 107,33 Mio. € (VJ: 95,63 Mio. €) wurde erstmals die 100 Mio. €-Marke deutlich übertroffen, wobei es sich hier um ein rein organisches Wachstum handelt. Ursprünglich hatte die Prognoseplanung des USU-Managements Umsatzerlöse in Höhe von 102 – 105 Mio. € vorgesehen, allerdings zum damaligen Zeitpunkt ohne Berücksichtigung möglicher Corona-Belastungen. Dass nun sogar diese ursprüngliche Guidance übertroffen wurde, ist als ein Erfolg zu werten.

Nach einer einjährigen Umsatzschwäche hatte das Beratungsgeschäft dabei besonders von der erhöhten Nachfrage nach der Digitalisierung von Geschäftsprozessen profitiert und damit um 20,6 % auf 60,18 Mio. € (VJ: 49,91 Mio. €) sichtbar zugelegt. Parallel dazu hat die Gesellschaft eine Vielzahl an Neuaufträgen generiert, die mittlerweile zu einem hohen Anteil in Form wiederkehrender SaaS-Aufträge abgeschlossen werden. Dies hatte zu einem spürbaren Anstieg der Wartungs-/SaaS-Erlöse in Höhe von 13,1 % auf 32,49 Mio. € (VJ: 28,74 Mio. €) geführt, wobei innerhalb dieser Erlösgruppe alleine die SaaS-Erlöse um 40,3 % auf 9,70 Mio. € (VJ: 6,92 Mio. €) stark angestiegen sind. Dem stehen auf 12,93 Mio. € (VJ: 15,01 Mio. €) rückläufige Lizenz Erlöse gegenüber. Jedoch gibt es hier den Zusammenhang, dass ein Anstieg wiederkehrender SaaS-Erlöse in der Regel zu Lasten der einmaligen Lizenzumsätze geht.

Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die USU Software AG hat damit vom grundsätzlichen Digitalisierungstrend bei den Geschäftsprozessen profitiert, der in der abgelaufenen Berichtsperiode von zusätzlichen

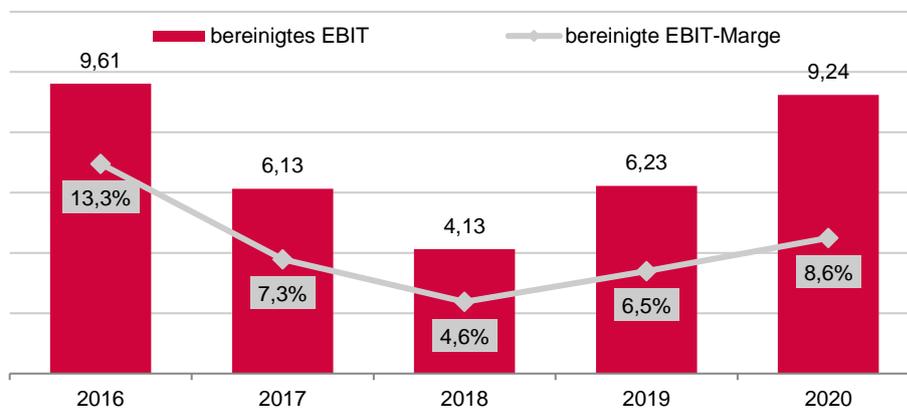
Nachfrageimpulsen im Zusammenhang mit Covid-19 geprägt war. Zudem stammt der überwiegende Teil der USU-Kunden aus Branchen, die wenig von der aktuellen Covid-19-Pandemie geprägt sind. Rund 80 % der Umsatzerlöse werden mit Kunden aus wenig betroffenen Branchen wie Finanzen, öffentliche Verwaltung, Technologie, Pharma, Versorgungswirtschaft und Telekommunikation erwirtschaftet.

Beide Berichtssegmente „Produkt“ und „Service“ haben dabei gleichermaßen zur positiven Geschäftsentwicklung beigetragen. Während die Umsätze im Produktsegment um 5,43 Mio. € auf 79,78 Mio. € (VJ: 74,35 Mio. €) insbesondere aufgrund des Ausbaus des Wartungs-/SaaS-Geschäftes zugelegt haben, erhöhten sich die beratungsbezogenen Service-Umsätze um 6,32 Mio. € auf 27,39 Mio. € (VJ: 21,08 Mio. €). Hier war die USU Software AG in der Lage, mit bestehenden und neuen Kunden wieder eine Vielzahl von Neuaufträgen zu generieren. Diese stehen insbesondere mit der zunehmenden Digitalisierung und dem Aufbau von IT-Infrastrukturen im Zusammenhang.

Ergebnisentwicklung GJ 2020

Vor dem Hintergrund des 12,2 %igen Umsatzwachstums ist der EBIT-Anstieg in Höhe von 73,2 % auf 7,02 Mio. € (VJ: 4,05 Mio. €) deutlich überproportional ausgefallen. Das USU-Management veröffentlicht auch ein um akquisitionsbedingte Abschreibungen sowie Sondereffekte bereinigtes EBIT, welches auf 9,24 Mio. € (VJ: 6,23 Mio. €) deutlich dynamischer zugelegt hat. Ursprünglich, also noch vor Berücksichtigung möglicher Corona-Effekte, hatte das USU-Management ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 7,5 – 10 Mio. € erwartet, womit hier eine Zielerreichung im oberen Bandbreitenbereich vorliegt.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

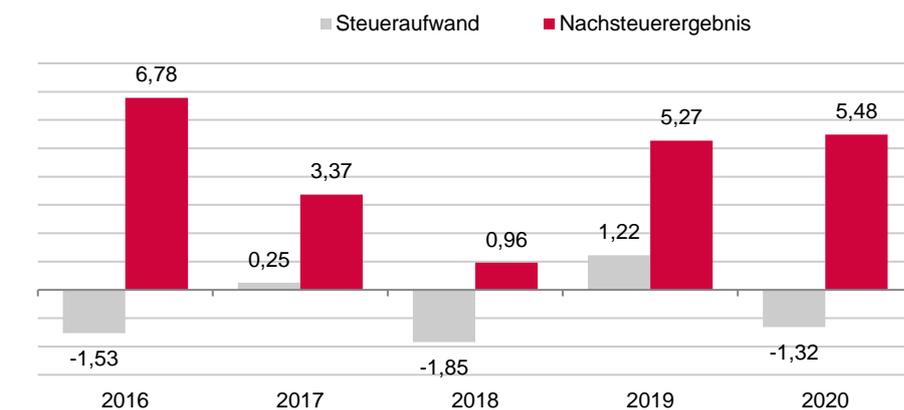
Die auf das bereinigte EBIT bezogene operative Kostenbasis belief sich in 2020 damit auf 98,08 Mio. € (VJ: 89,40 Mio. €) und ist um 9,7 % angestiegen. In den vergangenen Geschäftsjahren hatte die USU Software AG bewusst die personelle Grundlage für das erwartete Wachstum ausgeweitet. Auch in 2020 erhöhte sich der Personalbestand weiter auf 729 Mitarbeiter (31.12.19: 705 Mitarbeiter) und damit auch der Personalaufwand um 8,5 % auf 60,09 Mio. € (VJ: 55,40 Mio. €).

Parallel zu den erhöhten Personalaufwendungen wurden auch verstärkt Freelancer eingesetzt, was hauptsächlich für den Anstieg der Herstellkosten des Umsatzes auf 50,82 Mio. € (VJ: 46,17 Mio. €) verantwortlich war. Die Kosten für Free Lancer machten hiervon 17,86 Mio. € (VJ: 13,62 Mio. €) aus. Zudem erhöhten sich infolge des ausgeweiteten Partnergeschäftes die Aufwendungen für Partner-Provisionen. Insgesamt lässt sich diese Entwicklung jedoch auf die gestiegenen Umsätze zurückführen.

An dieser Stelle ein Schritt zurück zum EBIT „as reported“ in Höhe von 7,02 Mio. € (VJ: 4,05 Mio. €). Diese Kennzahl war unter anderem von Sonderabschreibungen auf Namens- und Markenrechte in Höhe von 1,48 Mio. € negativ beeinflusst. Diese stehen im Zusammenhang mit der Umfirmierung der Tochtergesellschaften LeuTek GmbH, Aspera GmbH und Aspera Technologies Inc. als Bestandteil der neuen „One USU“-Strategie. Hier handelt es sich allerdings um einen einmaligen Vorgang.

Typischerweise hat das Finanzergebnis, da die Gesellschaft in nur sehr geringem Umfang zinstragende Verbindlichkeiten aufweist, keinen großen Einfluss auf die Ergebnisentwicklung der USU Software AG. Auch in 2020 weist das Finanzergebnis in Höhe von -0,22 Mio. € (VJ: -0,00 Mio. €) keine relevante Größenordnung auf. Einen deutlich größeren Einfluss auf das Nachsteuerergebnis haben aber die Steueraufwendungen. Im Geschäftsjahr 2020 beliefen sich diese auf -1,32 Mio. €, gegenüber dem Steuerertrag in Höhe von 1,22 Mio. € des Geschäftsjahres 2019. Dementsprechend lag das Nachsteuerergebnis, trotz des starken EBIT-Anstiegs, mit 5,48 Mio. € (VJ: 5,27 Mio. €) nur leicht oberhalb des Vorjahreswertes. Der Steuerertrag des Geschäftsjahres 2019 steht in Verbindung mit der Aktivierung latenter Steuern, während in 2020 die Auflösung latenter Steuern höher als der Aktivierungsbetrag war.

Nachsteuerergebnis und ergebniswirksamer Steueraufwand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

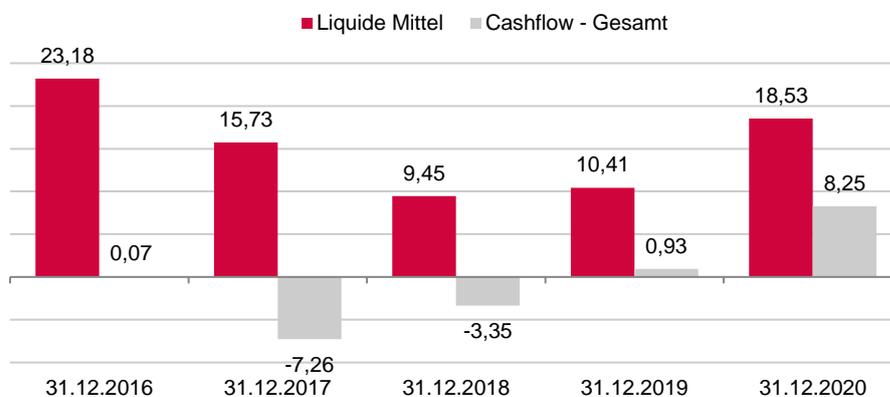
Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Eigenkapital	59,67	60,20	61,77
EK-Quote (in %)	62,7%	57,6%	53,5%
Operatives Anlagevermögen	51,31	58,24	64,95
Working Capital	-0,43	-3,62	-6,36
Liquide Mittel	9,45	10,41	18,53
Cashflow - operativ	2,00	9,52	17,74
Cashflow - Investition	-1,14	-1,82	-2,44
Cashflow - Finanzierung	-4,21	-6,77	-7,05

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Zum Bilanzstichtag 31.12.2020 weist die Bilanz die für USU Software AG typische solide Struktur auf. Nennenswerte Änderungen gegenüber der Vorjahresbilanz gibt es insbesondere bei den liquiden Mitteln, die auf 18,53 Mio. € (31.12.2019: 10,41 Mio. €) deutlich angestiegen sind. Diese Entwicklung hat dabei den Ursprung im hohen operativen Cashflow in Höhe von 17,74 Mio. € (31.12.19: 9,52 Mio. €). Einerseits findet sich hier der starke Ergebnisanstieg des vergangenen Geschäftsjahres wieder, auf der anderen Seite erkennt das USU-Management seitens der Kunden eine hohe Bereitschaft zur frühen Rechnungsbegleichung. Dies könnte damit zu tun haben, dass in Zeiten von Negativzinsen die Vorhaltung von Liquidität kostspielig ist. Grundsätzlich könnte dies zu einem insgesamt niedrigeren Forderungsbestand führen. Trotz erfolgter Dividendenausschüttung in Höhe von 4,20 Mio. €, die zum typisch negativen Finanzierungscashflow geführt hat, verbesserte sich damit insgesamt der Cashflow auf 8,25 Mio. € (VJ: 0,93 Mio. €).

Liquide Mittel und Gesamtcashflow (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Eine weitere wesentliche Änderung beim Bilanzbild steht im Zusammenhang mit der Bilanzierung von Leasingverhältnissen nach IFRS 16. Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die Gesellschaft den USU-Campus bezogen, was einen starken Anstieg der Leasingverbindlichkeiten auf 16,43 Mio. € (31.12.19: 8,59 Mio. €) und damit der Bilanzsumme nach sich gezogen hat. In der Bilanz zum Geschäftsjahresende 2019 wurde IFRS 16 erstmals angewendet und damit erstmals Leasingverträge aktiviert und Leasingverbindlichkeiten passiviert. Die daraus resultierende Bilanzverlängerung hatte, trotz des Anstiegs des Eigenkapitals, einen Rückgang der EK-Quote zur Folge. IFRS 16 hatte auch in 2020 zu einer weiteren Minderung der EK-Quote auf 53,5 % (31.12.19: 57,6 %) geführt, obwohl das Eigenkapital leicht auf 61,77 Mio. € (31.12.19: 60,20 Mio. €) gestiegen ist.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

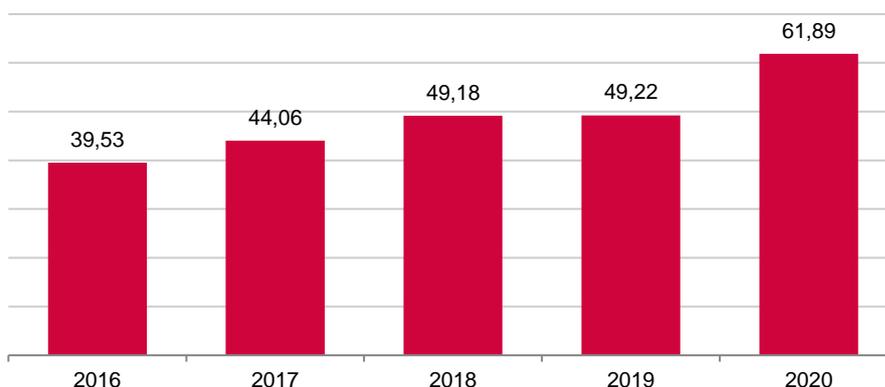
GuV (in Mio. €)	GJ 2020	GJ 2021e	GJ 2022e	GJ 2023e
Umsatzerlöse	107,33	115,71	131,91	147,74
EBIT	7,02	9,15	13,33	17,64
EBIT-Marge	6,5%	7,9%	10,1%	11,9%
bereinigtes EBIT	9,24	9,85	14,03	18,34
bereinigte EBIT-Marge	8,6%	8,5%	10,6%	12,4%
Jahresüberschuss	5,48	6,34	9,26	12,28
EPS in €	0,52	0,60	0,88	1,17

Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr rechnet das USU-Management mit einem leichten Umsatzwachstum, was unserem Verständnis nach ein Wachstum im niedrigen bis mittleren Prozentbereich bedeutet. Gleichzeitig soll das bereinigte EBIT in einer Bandbreite von 9 – 10 Mio. € liegen. Offensichtlich ist diese Ergebnisprognose, angesichts der noch immer bestehenden pandemiebedingten Investitionszurückhaltung der Unternehmen, als konservativ einzustufen. Auf Basis des Auftaktquartals, in dem dieser Effekt sichtbar wurde, soll das erste Halbjahr 2021 noch deutliche Anzeichen der Corona-Pandemie zeigen. Das abgelaufene Geschäftsjahr hat aber gezeigt, dass das Geschäftsmodell der USU Software AG vergleichsweise krisenresistent ist, da die USU-Produkte genau den jetzt noch verstärkten Digitalisierungstrend bedienen.

Besonders deutlich wird dies anhand der gemeldeten Neukundengewinne der vergangenen Monate, bei denen die Digitalisierung der Prozesse im Vordergrund steht. Beispielsweise wird die Liechtensteinische Landesbank künftig die USU-Software dazu nutzen, um die IT-Services ganzheitlich zu steuern und die IT-Infrastruktur zentral zu überwachen. Die RWTH Aachen wird mit der Software Asset Management-Lösung von USU künftig die gekaufte und genutzte Software automatisiert steuern und damit Unter- oder Überlizenzierungen vermeiden. Mit der Implementierung des USU-Chatbots wird die Versicherungsgruppe BGV künftig ihren Kunden eine intelligente Onlinehilfe anbieten und damit den Kundendienst entlasten und Service-Prozesse beschleunigen. Ein weiteres Beispiel ist die Implementierung des USU-Knowledge Centers, mit dem die amerikanische Autobahnbehörde E-470 die Digitalisierung des Kundenservices vorantreibt.

Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

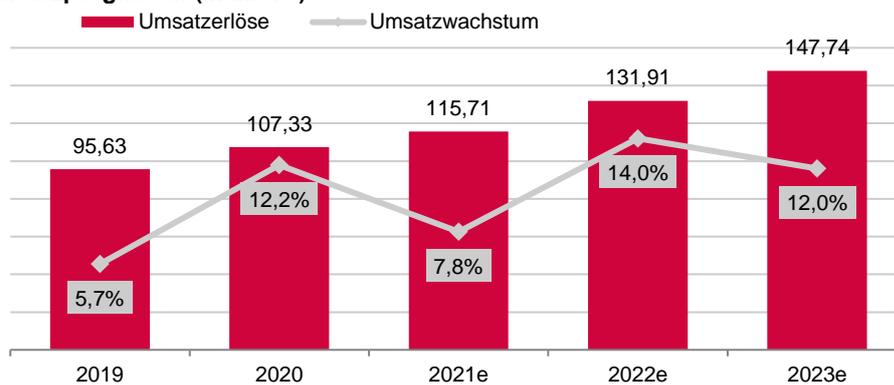
Insgesamt nimmt der wiederkehrende SaaS-Anteil an Bedeutung zu. Gemessen am Rekordauftragsbestand in Höhe von 61,89 Mio. € (VJ: 49,22 Mio. €) macht das Wartungs-/SaaS-Geschäft mit 32,49 Mio. € (VJ: 28,74 Mio. €) weiterhin mehr als 50 % aus. Dies ist nicht nur im Umfeld der aktuell immer noch unsicheren Lage besonders wichtig, SaaS-Umsätze gehen in der Regel mit einer überdurchschnittlich hohen Rentabilität

einher. Der Auftragsbestand, der um 25,7 % über dem Vorjahreswert liegt, bietet unseres Erachtens eine gute Basis für das erwartete Umsatzwachstum.

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.

Bei unseren Umsatzprognosen orientieren wir uns an der Unternehmens-Guidance, erwarten jedoch für das laufende Geschäftsjahr mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 7,8 % auf 115,71 Mio. € eine leicht dynamischere Entwicklung als die Gesellschaft. In den kommenden Geschäftsjahren sollten mit der erwarteten Auflösung der Investitionszurückhaltung deutlich höhere Umsatzsteigerungen erreicht werden. In 2022 unterstellen wir ein Umsatzwachstum in Höhe von 14,0 % und in 2023 in Höhe von 12,0 %. Die mittelfristige Prognoseplanung der Gesellschaft sieht bis zum Jahr 2024 ein durchschnittliches organisches Wachstum in Höhe von 10 % vor.

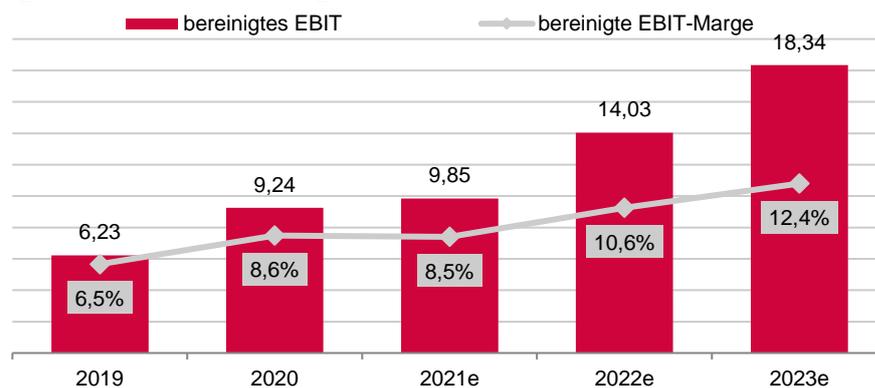
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Bis zum Geschäftsjahr 2024 soll die bereinigte EBIT-Marge zwischen 13 – 15 % liegen. Für 2021 wird ein EBIT in einer Bandbreite zwischen 9 – 10 Mio. € in Aussicht gestellt. Unser für das Geschäftsjahr 2021 prognostiziertes bereinigtes EBIT in Höhe von 9,85 Mio. € liegt innerhalb der Prognosebandbreite der Gesellschaft. Mit einem zunehmenden Anteil margenstarker SaaS-Umsätze sollte die erwartete sukzessive Margensteigerung gut zu erreichen sein, weswegen wir für die kommenden Geschäftsjahre einen kontinuierlichen Margenanstieg unterstellen.

Prognose EBIT und EBIT-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 2021-2023 in Phase 1, erfolgt von 2024 bis 2028 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,1% 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. **Wir haben die Untergrenze des risikolosen Zinssatzes seit dem 01.01.2021 auf 0,25 % (bisher: 1,0 %) reduziert.**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % 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.

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

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 6,34 % (bisher: 7,09 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 6,34 % (bisher: 7,09 %).

Bewertungsergebnis

Als Resultat unseres DCF-Bewertungsmodells ergibt sich ein Kursziel in Höhe von 33,65 € (bisher: 25,50 €). Die deutliche Kurszielsteigerung ist einerseits auf die Reduktion der Kapitalkosten zurückzuführen. Auf der anderen Seite hat zur Kurszielsteigerung die erstmalige Berücksichtigung des Geschäftsjahres 2023 als konkrete Schätzperiode geführt, wodurch sich eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des Modells ergibt.

DCF-Modell

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	15,1%	ewige EBITA - Marge	13,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	7,0%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-3,1%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	115,71	131,91	147,74	155,13	162,88	171,03	179,58	188,56	
US Veränderung	7,8%	14,0%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,78	2,02	2,26	2,39	2,54	2,68	2,84	3,00	
EBITDA	13,95	18,03	22,24	23,42	24,60	25,83	27,12	28,47	
EBITDA-Marge	12,1%	13,7%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	
EBITA	9,15	13,33	17,64	18,82	20,04	21,31	22,63	24,02	
EBITA-Marge	7,9%	10,1%	11,9%	12,1%	12,3%	12,5%	12,6%	12,7%	13,0%
Steuern auf EBITA	-2,74	-4,00	-5,29	-5,65	-6,01	-6,39	-6,79	-7,21	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,40	9,33	12,35	13,18	14,03	14,91	15,84	16,82	
Kapitalrendite	11,0%	15,6%	20,5%	21,6%	23,4%	25,2%	27,1%	29,1%	30,8%
Working Capital (WC)	-5,00	-4,90	-4,50	-4,73	-4,97	-5,22	-5,48	-5,75	
WC zu Umsatz	-4,3%	-3,7%	-3,0%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	-3,1%	
Investitionen in WC	-1,72	-0,10	-0,40	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	65,00	65,20	65,40	64,80	64,24	63,72	63,24	62,79	
AFA auf OAV	-4,80	-4,70	-4,60	-4,60	-4,56	-4,52	-4,48	-4,45	
AFA zu OAV	7,4%	7,2%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	
Investitionen in OAV	-4,85	-4,90	-4,80	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investiertes Kapital	60,00	60,30	60,90	60,07	59,27	58,51	57,76	57,04	
EBITDA	13,95	18,03	22,24	23,42	24,60	25,83	27,12	28,47	
Steuern auf EBITA	-2,74	-4,00	-5,29	-5,65	-6,01	-6,39	-6,79	-7,21	
Investitionen gesamt	-6,58	-5,00	-5,20	-3,77	-3,76	-3,75	-3,74	-3,73	
Investitionen in OAV	-4,85	-4,90	-4,80	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	-4,00	
Investitionen in WC	-1,72	-0,10	-0,40	0,23	0,24	0,25	0,26	0,27	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,63	9,03	11,75	14,01	14,82	15,68	16,59	17,54	420,96

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	350,30	363,48
Barwert expliziter FCFs	76,53	72,35
Barwert des Continuing Value	273,77	291,12
Nettoschulden (Net debt)	-3,87	-8,06
Wert des Eigenkapitals	354,17	371,54
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	354,17	371,54
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	33,65	35,30

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,8%	6,1%	6,3%	6,6%	6,8%
30,3%	38,01	35,43	33,19	31,24	29,52
30,6%	38,28	35,68	33,42	31,45	29,72
30,8%	38,55	35,93	33,65	31,66	29,91
31,1%	38,82	36,18	33,88	31,88	30,11
31,3%	39,10	36,43	34,11	32,09	30,31

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, 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