



## **Researchstudie (Update)**

### **USU Software AG**



**„Mit organischem Wachstum zum besten Jahresstart der Unternehmensgeschichte; Prognosen unverändert“**

**Kursziel: 13,25 €**

**Rating: HALTEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10**

## USU Software AG\*5

### HALTEN

**Kursziel: 13,25**

aktueller Kurs: 13,45  
26.5.2014 / ETR / 10:00 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 141,55  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 125,55  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 32,8 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
VEM Aktienbank AG  
LBBW

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold  
[leipold@gbc-ag.de](mailto:leipold@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 11

### Unternehmensprofil

Branche: Software

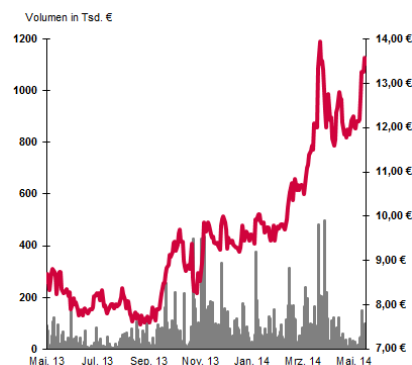
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business

Mitarbeiter: 454 Stand: 31.03.2014

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben ganzheitliche Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen im Bereich „Business Service Management“ für den effizienten und kostenoptimalen Einsatz der IT-Infrastruktur eines Unternehmens sowie im Bereich „Knowledge Solutions“ zur Optimierung wissensintensiver Geschäftsprozesse. Darüber hinaus bietet die Gruppe im Bereich „Business Solutions“ Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten sowie individuelle Anwendungsentwicklung an. USU-Kunden erzielen neben einer hohen Serviceverbesserung auch enorme Einsparpotenziale, so dass sich die Investitionen in die Softwarelösungen der USU-Gruppe in sehr kurzer Zeit amortisieren und insofern eine Win-Win-Situation zwischen USU und ihren Kunden entsteht. Entsprechend zählen inzwischen über 500 Unternehmen aus allen Bereichen der Wirtschaft, insbesondere aber aus den IT-intensiven Branchen wie Versicherungen und Banken, zum Kundenkreis der USU-Gruppe, wie beispielsweise Allianz, BASF, BOSCH, BMW, DEVK, EDEKA, Generali, Hannover Rück, HDI Gerling, Jacobs Engineering, LVM, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

| GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende | 31.12.2013 | 31.12.2014e | 31.12.2015e | 31.12.2016e |
|----------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Umsatz                     | 55,71      | 64,63       | 76,13       | 87,63       |
| EBITDA                     | 5,49       | 8,88        | 11,06       | 12,74       |
| EBIT                       | 3,41       | 6,75        | 8,97        | 10,89       |
| bereinigtes EBIT           | 5,08       | 8,43        | 10,64       | 12,39       |
| Jahresüberschuss           | 3,68       | 6,00        | 8,03        | 9,77        |

### Kennzahlen in EUR

|                    |      |      |      |      |
|--------------------|------|------|------|------|
| Gewinn je Aktie    | 0,35 | 0,57 | 0,76 | 0,93 |
| Dividende je Aktie | 0,25 | 0,25 | 0,35 | 0,45 |

### Kennzahlen

|                     |       |       |       |       |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| EV/Umsatz           | 2,25  | 1,94  | 1,65  | 1,43  |
| EV/EBITDA           | 22,87 | 14,14 | 11,35 | 9,85  |
| EV/EBIT             | 36,82 | 18,60 | 14,00 | 11,53 |
| EV/bereinigtes EBIT | 24,70 | 14,89 | 11,80 | 10,13 |
| KGv                 | 38,46 | 23,59 | 17,63 | 14,49 |
| KBV                 | 2,66  |       |       |       |

### Finanztermine

24.06.2014: Hauptversammlung  
21.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht  
21.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht  
24-26.11.2014: EK-Forum Frankfurt  
09-10.12.2014: 18.MKK

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
9.4.2014: RS / 13,25 / KAUFEN  
19.11.2013: RS / 10,90 / KAUFEN  
26.8.2013: RS / 11,20 / KAUFEN  
17.7.2013: RG / 10,60 / KAUFEN  
27.5.2013: RS / 10,60 / KAUFEN

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit Umsatzerlösen in Höhe von 13,31 Mio. € (Q1/13: 12,34 Mio. €) hat die USU Software AG den besten Jahresstart seiner Unternehmensgeschichte vorgelegt. Die Umsatzausweitung ist dabei in erster Linie auf das erfolgreiche internationale Geschäft zurückzuführen. So konnte beispielsweise die US-Tochter Aspera Technologies Inc. mehrere Neukunden (unter anderem ein Unternehmen der Fortune 100) gewinnen. Zugleich verzeichnete die USU Software AG auch deutlich positive Impulse aus der Partnerschaft mit CA Technologies.
- Da der überwiegende Teil der ausländischen Umsätze dem Produktgeschäft zugeordnet ist, hat sich der Umsatzmix weiter in Richtung dieses margenstarken Segments verschoben. Während die Produktumsätze um 10,0 % auf 9,77 Mio. € (Q1/13: 8,88 Mio. €) zulegen, fiel die Umsatzdynamik bei den Serviceumsätzen mit 1,4 % auf 3,50 Mio. € (Q1/13: 3,45 Mio. €) deutlich geringer aus. Insgesamt konnte aber die rückläufige Umsatz tendenz bei den Serviceumsätzen unterbrochen werden. In den vorangegangenen Quartalen hatte die USU Software AG in diesem Segment noch jeweils rückläufige Umsätze verzeichnet (Q1/13: -21,6 %; Q2/13: -18,5 %; Q3/13: -5,1 %; Q4/13: -5,1 %).
- Erstmals seit dem Geschäftsjahr 2011 war die USU Software AG in der Lage im ersten Quartal wieder ein positives EBIT zu erzielen. Dieses kletterte von -0,35 Mio. € (Q1/13) auf 0,10 Mio. € (Q1/14). Bei einem insgesamt unterproportionalen und vornehmlich aus dem Belegschaftsausbau resultierenden Kostenanstieg, konnte die USU Software AG zum Teil von Skaleneffekten profitieren.
- Das organische Umsatz- und Ergebniswachstum im ersten Quartal 2014 bildet eine gute Grundlage für das weitere Geschäftsjahr. Die USU Software AG hat vor diesem Hintergrund die Guidance (Umsatzerlöse erwartet: 63 – 65 Mio. €; bereinigtes EBIT erwartet: 8 – 8,5 Mio. €) bestätigt. Auch die Mittelfristplanung wurde bestätigt, wonach bis zum Jahr 2017 die 100,0 Mio. €-Marke überschritten werden soll, sowie eine bereinigte EBIT-Marge oberhalb von 15,0 % in Aussicht gestellt wird.
- Auch wir bestätigen unsere bisherigen, weitestgehend im Rahmen der Unternehmensguidance liegenden Prognosen (siehe Researchstudie vom 09.04.2014) für die Geschäftsjahre 2014-2016. Weiterhin rechnen wir demnach für die nächsten drei Geschäftsjahre mit einem organischen Umsatzwachstum von jeweils über 15,0 %. Da das prognostizierte Unternehmenswachstum primär aus dem Produktbereich stammen dürfte, sollte die USU Software AG eine sukzessive Rentabilitätsverbesserung realisieren. Folglich rechnen wir mit einer überproportionalen Entwicklung des um akquisitorische Sondereffekte bereinigten EBIT auf 8,43 Mio. € (GJ 2014e). Bei einer erwarteten anhaltenden Rentabilitätsverbesserung prognostizieren wir einen Anstieg des bereinigten EBIT auf 10,64 Mio. € (GJ 2015e) respektive 12,39 Mio. € (GJ 2016e).
- Ausgehend von den unveränderten Prognosen bestätigen wir den im Rahmen eines DCF-Modells ermittelten fairen Unternehmenswert in Höhe von 13,25 € je Aktie. Angesichts des Kursanstiegs in der USU-Aktie und des damit errechneten geringen Kurspotenzials, stufen wir die USU Software AG-Aktie mit HALTEN ein.

## INHALTSVERZEICHNIS

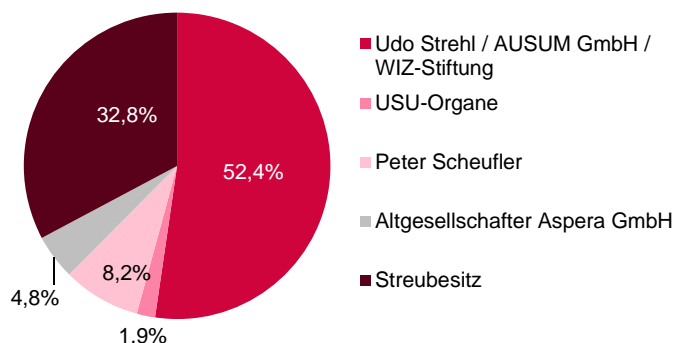
|  |           |
|--|-----------|
| <b>Executive Summary .....</b>             | <b>2</b>  |
| <b>Unternehmen .....</b>                   | <b>4</b>  |
| Aktionärsstruktur .....                    | 4         |
| Konsolidierungskreis .....                 | 4         |
| Geschäftsentwicklung Q1 2014 .....         | 5         |
| Umsatzentwicklung Q1 2014.....             | 5         |
| Ergebnisentwicklung Q1 2014.....           | 6         |
| Bilanzielle Situation zum 31.03.2014 ..... | 8         |
| Prognosen .....                            | 8         |
| <b>Anhang .....</b>                        | <b>10</b> |

## UNTERNEHMEN

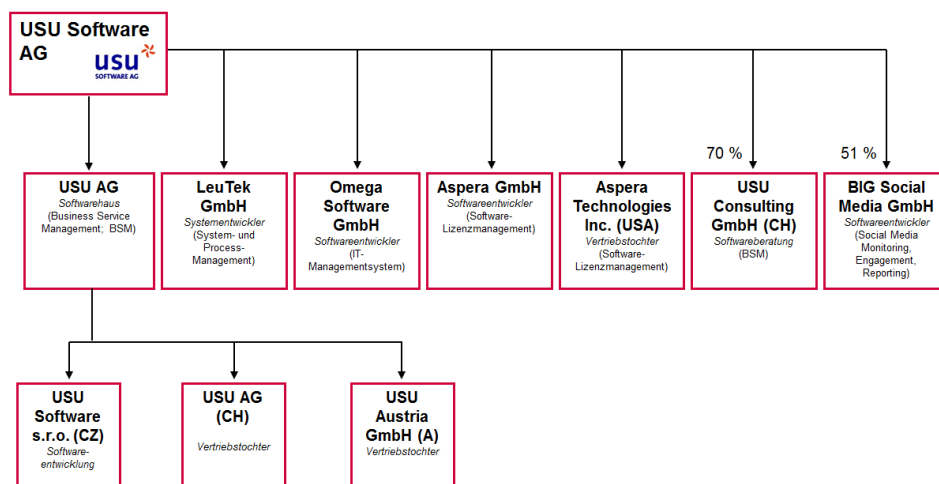
### Aktionärsstruktur

| Anteilseigner                          | in % |
|--|------|
| Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung | 52,4 |
| USU-Organen                            | 1,9  |
| Peter Scheufler                        | 8,2  |
| Altgesellschafter Aspera               | 4,8  |
| Streubesitz                            | 32,8 |

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Über die letzten Jahre hinweg hat die USU Software AG die Konzernaktivitäten sowohl organisch als auch anorganisch ausgebaut. Als Bestandteil der Unternehmensstrategie wurde dabei das Angebotsspektrum über Unternehmenszukaufe zielgerichtet erweitert. Über die zuletzt erworbenen Gesellschaften ist die USU Software AG in der Lage den Bereich Lizenzmanagement (Aspera GmbH) sowie den Social Media Bereich (BIG Social Media GmbH) abzudecken und zu adressieren. Besonders erfolgreich verlief die Produkt- und Unternehmensintegration der Aspera GmbH, welche einen entscheidenden Beitrag zum inländischen und internationalen Umsatzwachstum beisteuert. Deutliche Wachstumsimpulse sind bei der jüngsten Konzerntochter BIG Social Media GmbH ab dem zweiten Halbjahr 2014 zu erwarten.

## Geschäftsentwicklung Q1 2014

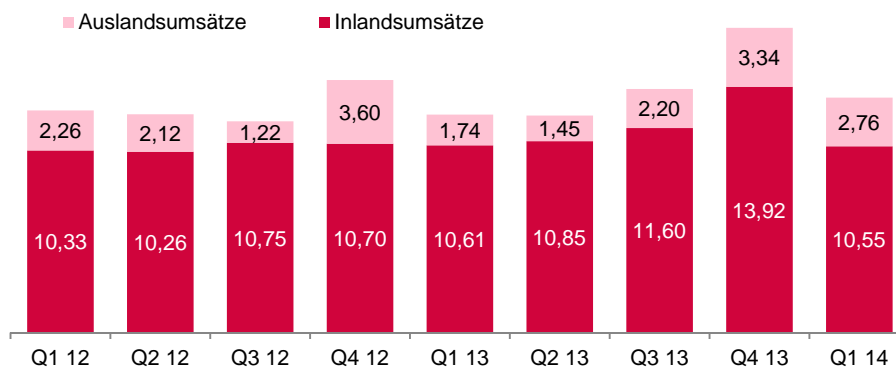
| in Mio. €              | Q1 2012 | Q1 2013 | Q1 2014 |
|------------------------|---------|---------|---------|
| Umsatzerlöse           | 12,58   | 12,34   | 13,31   |
| Umsatzerlöse - Produkt | 8,17    | 8,88    | 9,77    |
| Umsatzerlöse - Service | 4,40    | 3,45    | 3,50    |

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung Q1 2014

Die im ersten Quartal 2014 erreichte Umsatzausweitung auf einen neuen Rekordwert zum Jahresanfang in Höhe von 13,31 Mio. € (Q1/13: 12,34 Mio. €) ist in erster Linie auf die überdurchschnittliche Entwicklung des Auslandsgeschäfts zurückzuführen. Während die inländischen Umsätze mit 10,55 Mio. € (Q1/13: 10,61 Mio. €) gegenüber dem Vorjahreszeitraum stagnierten, verbesserten sich die internationalen Umsätze deutlich auf 2,76 Mio. € (Q1/13: 1,74 Mio. €). An dieser Stelle wird das starke Auslandsgeschäft der Tochtergesellschaft Apera GmbH ersichtlich, sowie darüber hinaus die allgemein erhöhte Umsatzbasis im Rahmen der Partnerschaft mit CA Technologies. So konnte beispielsweise die US-Tochter Aspera Technologies Inc. unter anderem ein Unternehmen der Fortune 100 als Neukunden gewinnen. In der abgelaufenen Berichtsperiode machten die internationalen Umsätze bereits 20,8 % (Q1/13: 14,1 %) an den Gesamtumsätzen aus, was zu Jahresbeginn einem neuen Rekordwert entspricht.

### Inländische und internationale Umsätze (in Mio. €)



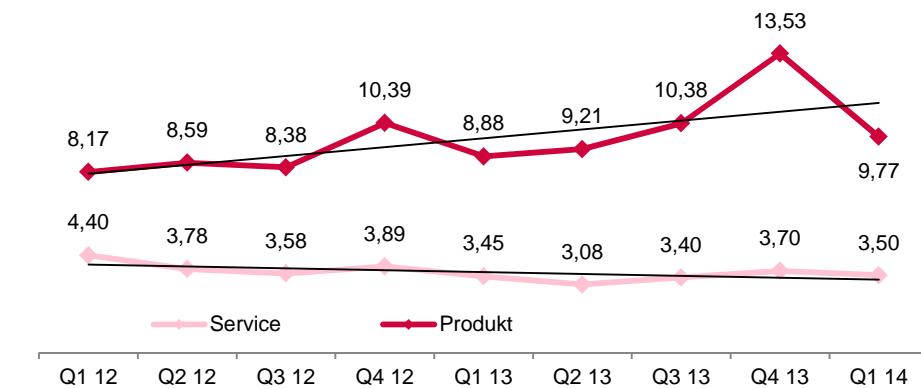
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Tatsache, dass der überwiegende Anteil der ausländischen Umsatzerlöse dem margenstarken Produktgeschäft zuzuordnen ist, wird auch anhand der nach den beiden Segmenten „Produktgeschäft“ und „Servicegeschäft“ getrennten Umsatzanalyse sichtbar. Während die Produktsätze um 10,0 % auf 9,77 Mio. € (Q1/13: 8,88 Mio. €) zulegen, fiel die Umsatzdynamik bei den Serviceumsätzen mit 1,4 % auf 3,50 Mio. € (Q1/13: 3,45 Mio. €) deutlich geringer aus. Insgesamt konnte aber die rückläufige Umsatzrendenz bei den Serviceumsätzen unterbrochen werden. In den vorangegangenen Quartalen hatte die USU Software AG in diesem Segment noch rückläufige Umsätze verzeichnet (Q1/13: -21,6 %; Q2/13: -18,5 %; Q3/13: -5,1 %; Q4/13: -5,1 %).

Nichtsdestotrotz bewegen sich die Serviceumsätze noch auf einem geringen Niveau. Ursächlich hierfür sind ausgelaufene Großprojekte, die bisher noch nicht vollumfänglich durch die Gewinnung neuer Projekte kompensiert wurden. Gemäß Unternehmensangaben konnten bereits erste Nachfolgeprojekte generiert werden, so dass die Serviceumsätze den „Boden“ ausgebildet haben und in den kommenden Quartalen wieder ansteigen dürften.

Nachfolgende Grafik der segmentbezogenen Umsatzerlöse illustriert darüber hinaus die heterogene Quartalsverteilung der USU-Umsätze. Saisonal bedingt weist die Gesellschaft den überwiegenden Umsatzanteil im Jahresendquartal aus, womit sich der Umsatzrückgang im Q1 2014 gegenüber dem Q4 2013 erklärt.

**Segmentbezogene Umsatzaufteilung (in Mio. €)**



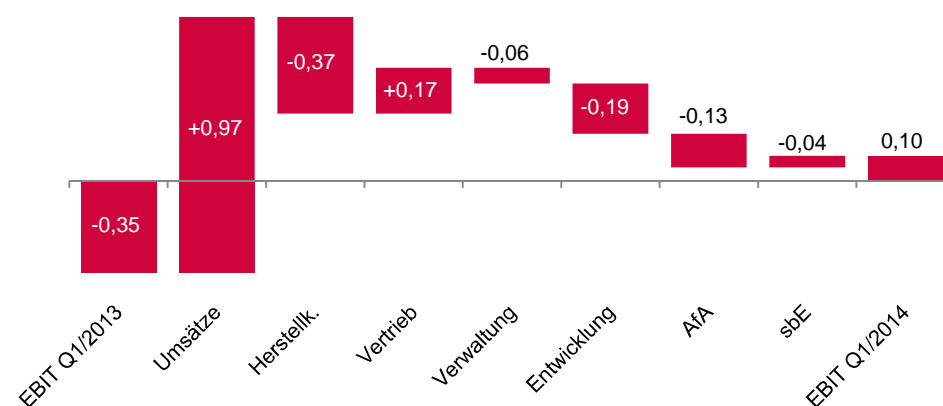
Quelle: USU Software AG; GBC AG

**Ergebnisentwicklung Q1 2014**

| in Mio. €        | Q1 2012 | Q1 2013 | Q1 2014 |
|------------------|---------|---------|---------|
| EBITDA           | -0,12   | 0,00    | 0,64    |
| EBITDA-Marge     | -0,9%   | 0,0%    | 4,8%    |
| EBIT             | -0,57   | -0,35   | 0,10    |
| EBIT-Marge       | -4,5%   | -2,8%   | 0,7%    |
| Jahresüberschuss | -1,25   | -0,43   | -0,06   |
| EPS in €         | -0,12   | -0,04   | -0,01   |

Quelle: USU Software AG; GBC AG

**EBIT-Brücke (in Mio. €)**



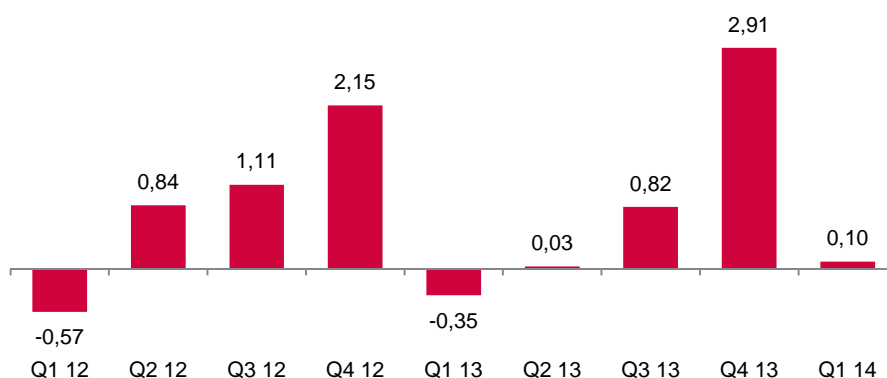
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Angesichts der Umsatzausweitung, der jedoch ein unterproportionaler Kostenanstieg gegenübersteht, verbesserten sich sowohl das EBITDA auf 0,64 Mio. € (Q1/13: 0,00 Mio. €) als auch das EBIT auf 0,10 Mio. € (Q1/13: -0,35 Mio. €). Stellvertretend für den unterproportionalen Kostenanstieg stehen die Herstellungskosten des Umsatzes, welche infolge des Ausbaus der Beratermannschaft auf 6,81 Mio. € (Q1/13: 6,45 Mio. €) zugelegt haben, jedoch eine auf den Umsatz bezogene rückläufige Kostenquote auf 51,2 % (Q1/13: 52,2 %) aufweisen. Bei den übrigen, dem Overhead-Bereich zuzuordnenden

Kostenpositionen, wurden insbesondere im Vertriebsbereich Einsparungen erzielt. Diesen steht ein Anstieg der Entwicklungsaufwendungen entgegen.

Erwähnenswert ist der deutliche Anstieg der Abschreibungen auf das immaterielle Vermögen auf 0,31 Mio. € (Q1/13: 0,19 Mio. €). Diese stehen im Zusammenhang mit dem Zugang und der finalen Identifizierung der Vermögenswerte der im Geschäftsjahr 2013 übernommenen BIG Social Media GmbH. Der daraus resultierende Anstieg der immateriellen Vermögenswerte (Zugang der Kundenbeziehungen, Auftragsbestand, Technologie) erhöht insgesamt die Abschreibungsbasis.

#### EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Erstmalig seit dem Geschäftsjahr 2011 hat die USU Software AG im ersten Quartal wieder ein positives EBIT erzielt. Dies ist als eine gute Ausgangslage für den weiteren Jahresverlauf zu werten, in dem, saisonal bedingt, die überwiegenden Ergebnisbeiträge erzielt werden.

Wie auch schon in den vorherigen Berichtsperioden war die operative Entwicklung der USU Software AG von akquisitorischen Sondereffekten beeinflusst. Vornehmlich im Bereich der Abschreibungen haben sich die so genannten PPA-Abschreibungen im Zusammenhang mit den vergangenen Unternehmenserwerben ergebnisbelastend ausgewirkt. Um eine bessere Vergleichbarkeit und Transparenz zu gewährleisten, hat die USU Software AG diese Sondereffekte eliminiert und somit ein bereinigtes EBIT errechnet:

| Bereinigtes Konzernergebnis (in T€)  | Q1 2013      | Q1 2014     |
|--|--------------|-------------|
| EBIT   | -348         | 97          |
| Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte* | +187         | +314        |
| Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*   | +183         | +62         |
| <b>Bereinigtes EBIT</b>  | <b>22</b>    | <b>473</b>  |
| Finanzergebnis   | -50          | -97         |
| Steuern vom Einkommen und Ertrag   | -36          | -82         |
| Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*   | 0            | +36         |
| Minderheitenanteile  | -7           | -19         |
| <b>Bereinigtes Konzernergebnis</b>   | <b>-71</b>   | <b>311</b>  |
| <b>Bereinigtes EPS in €</b>  | <b>-0,01</b> | <b>0,03</b> |

\*grau unterlegte Zeilen stellen die Bereinigungen gegenüber der Konzern GuV dar

Quelle: USU Software AG



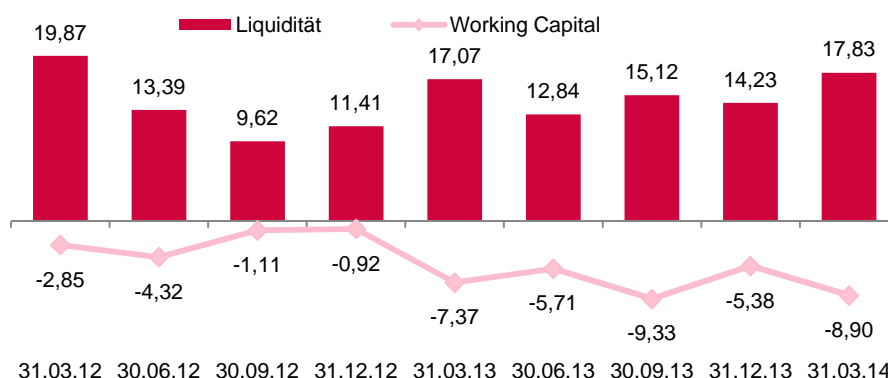
## Bilanzielle Situation zum 31.03.2014

| in Mio. €                 | 31.03.2013 | 31.12.2013 | 31.03.2014 |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| Eigenkapital              | 51,87      | 53,28      | 53,26      |
| EK-Quote (in %)           | 62,6%      | 65,4%      | 63,7%      |
| Operatives Anlagevermögen | 49,01      | 45,48      | 45,24      |
| Working Capital           | -7,37      | -5,38      | -8,90      |
| Net Debt                  | -18,38     | -16,04     | -19,86     |

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2013 nahezu unveränderten Bilanzrelationen sind weiterhin als solide einzustufen. Nennenswerte Veränderungen ergaben sich lediglich auf Ebene des Working Capitals, welcher sich bedingt durch die zum Jahresanfang erfolgten Vorauszahlungen im Rahmen von Wartungsverträgen auf -8,90 Mio. € (31.12.13: -5,38 Mio. €) reduziert hat. Infolge der Working Capital-Reduktion lag der Cashflow mit 3,60 Mio. € deutlich oberhalb des Quartalsergebnisses und damit erhöhte sich der Liquiditätsbestand deutlich auf 17,83 Mio. € (31.12.13: 14,23 Mio. €).

### Working Capital vs. Liquidität (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

## Prognosen

| GuV (in Mio. €)       | GJ 2014e | GJ 2015e | GJ 2016e |
|-----------------------|----------|----------|----------|
| Umsatzerlöse          | 64,63    | 76,13    | 87,63    |
| EBIT                  | 6,75     | 8,97     | 10,89    |
| EBIT-Marge            | 10,5%    | 11,8%    | 12,4%    |
| bereinigtes EBIT      | 8,43     | 10,64    | 12,39    |
| bereinigte EBIT-Marge | 13,0%    | 14,0%    | 14,1%    |
| Jahresüberschuss      | 6,00     | 8,03     | 9,77     |
| EPS in €              | 0,57     | 0,76     | 0,93     |

Quelle: GBC AG

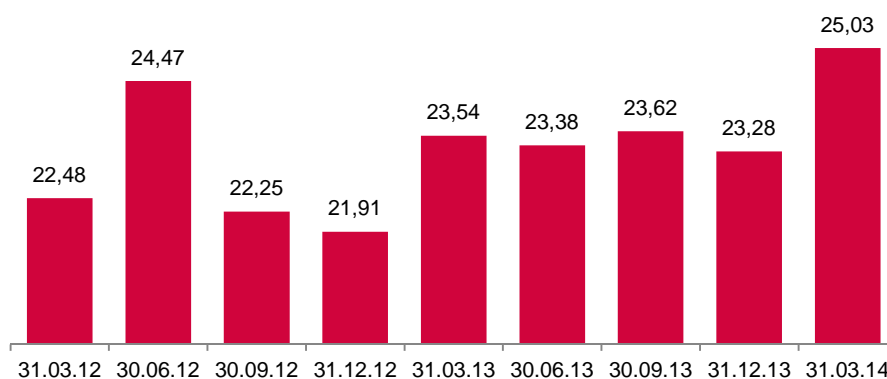
Die operative Entwicklung des ersten Quartals 2014 verdeutlicht den eingeschlagenen und fortgesetzten Wachstumskurs der USU Software AG, insbesondere im internationalen Bereich. Bereits frühzeitig konnte die Gesellschaft die mittelfristige Planung einer Auslandsquote an den Gesamtumsätzen von 20,0 % erreichen. Die wichtigen Treiber Aspera Technologies Inc. (mehrere Neukunden gewonnen) sowie die Partnerschaft mit CA Technologies dürften auch in den kommenden Quartalen für eine überdurchschnittliche Entwicklung der Auslandsumsätze sorgen.

Aber auch die inländischen Umsätze sollten gemäß Unternehmensangaben in den kommenden Quartalen zum Unternehmenswachstum beitragen. Entscheidend hierfür

dürfte einerseits das inländische Produktgeschäft sein, welches von Weiter- und Neuentwicklungen im Produktbereich und dem steigenden Umsatzbeitrag der Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH profitieren dürfte. Andererseits sollte im Servicegeschäft auch eine Belebung der Umsätze verzeichnet werden, welches unserer Ansicht nach bereits einen Turn-Around vollzogen hat. Kleinere sowie auch größere Projektabschlüsse mit einer dazugehörigen höheren Auslastung in diesem Segment, werden gemäß Unternehmensangaben in den kommenden Quartalen erfolgen.

Darüber hinaus liefert die überdurchschnittlich gute Entwicklung des Produktsegments (insbesondere Lizenzverkäufe) eine aussagekräftige Basis für den Ausbau der Wartungsumsätze. Dies lässt sich besonders gut anhand des zum 31.03.14 um 6,3 % höheren Auftragsbestandes ablesen, welcher unter anderem den gestiegenen Wartungsbestand repräsentiert.

#### Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Analog zu den bestätigten Unternehmensprognosen, wonach auf Gesamtjahresbasis Umsatzerlöse in Höhe von 63 – 65 Mio. € erwartet werden, bestätigen wir auch unsere in der Researchstudie (Anno) vom 09.04.2014 ausformulierten Umsatzprognosen. Weiterhin rechnen wir demnach für die nächsten drei Geschäftsjahre mit einem organischen Umsatzwachstum von jeweils über 15,0 %.

Da das prognostizierte Unternehmenswachstum weiterhin primär aus dem Produktbereich stammen dürfte, sollte die USU Software AG eine sukzessive Rentabilitätsverbesserung realisieren. Folglich rechnen wir mit einer überproportionalen Entwicklung des um akquisitorische Sondereffekte bereinigten EBIT auf 8,43 Mio. € (GJ 2014e). Auch auf Ergebnisebene bewegen wir uns damit im Rahmen der Unternehmensguidance (bereinigtes EBIT 2014e: 8 - 8,5 Mio. €). Bei einer erwarteten weiteren Rentabilitätsverbesserung prognostizieren wir einen Anstieg des bereinigten EBIT auf 10,64 Mio. € (GJ 2015e) respektive 12,39 Mio. € (GJ 2016e).

## ANHANG

### **§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 andere 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.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

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

### **§ 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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.htm>

**§ 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

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 §34b WpHG 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: (5)**

**§ 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 Unternehmen.
- (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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: [lindermayr@gbc-ag.de](mailto:lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

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

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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