



## **Researchstudie (Update)**

**USU Software AG**

# **USU**

**Rückkehr zum Umsatz- und Ergebniswachstum nach von  
Sondereffekten geprägten Geschäftsjahr,  
Prognosen und Kursziel bestätigt**

**Kursziel: 27,00 €**

**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<sup>\*5a,6a,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 27,00 €  
(bisher: 27,00 €)

aktueller Kurs: 24,50  
25.05.18 / XETRA / 16:55 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 257,83  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 237,41  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 34,2 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
LBBW

### Analysten:

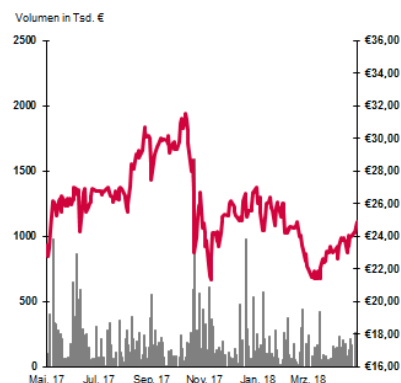
Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 10

### Unternehmensprofil

Branche: Software  
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business  
Mitarbeiter: 683 Stand: 31.03.2018  
Gründung: 1977  
Firmensitz: Möglingen  
Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,  
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 automatisieren Service-Abläufe und 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 800 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	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	84,36	94,91	106,77	119,58
EBITDA	6,84	10,48	14,81	17,81
EBIT	3,22	7,68	12,06	15,21
bereinigtes EBIT	6,13	9,46	13,69	16,69
Jahresüberschuss	3,37	6,10	8,46	10,66

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,32	0,58	0,80	1,01
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,50	0,55

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,81	2,50	2,22	1,99
EV/EBITDA	34,72	22,65	16,03	13,33
EV/EBIT	73,68	30,91	19,68	15,61
EV/bereinigtes EBIT	38,73	25,10	17,34	14,22
KGV	76,58	42,25	30,49	24,18
KBV	4,09			

### Finanztermine

28.06.18: Hauptversammlung  
31.08.18: Q2-Bericht 2018  
22.11.18: Q3-Bericht 2018

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
09.04.2018: RS / 27,00 / KAUFEN  
04.12.2017: RS / 25,00 / HALTEN  
01.09.2017: RS / 25,00 / HALTEN  
30.05.2017: RS / 25,00 / HALTEN  
03.04.2017: RS / 24,00 / 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

- Die USU Software AG hat im ersten Quartal 2018 auf Umsatzebene, mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 11,2 % auf 21,01 Mio. € (VJ: 18,89 Mio. €), eine gewohnt hohe Wachstumsdynamik erreicht. Zwar sind für diese Entwicklung unter anderem auch anorganische Effekte (ca. 0,75 Mio. €) im Zusammenhang mit der im Mai 2017 erworbenen USU SAS (ehemals EASYTRUST SAS) enthalten, der überwiegende Teil des Umsatzwachstums ist jedoch organischen Ursprungs.
- Die regionale Umsatzaufteilung verdeutlicht die auf das Auslandswachstum ausgerichtete Fokussierung der USU Software AG. Neben der Akquisition der französischen USU SAS hat die Gesellschaft zielgerichtet die Vertriebsbemühungen bei den ausländischen Tochtergesellschaften gesteigert. Die ersten „Früchte“ dieser Strategie werden anhand des bereits erreichten starken Auslandswachstums in Höhe von 37,6 % auf 6,91 Mio. € (VJ: 5,03 Mio. €) ersichtlich. Weitere nennenswerte Wachstumsimpulse sollen mit einem zeitlichen Verzug jedoch erst ab dem zweiten Halbjahr 2018 ersichtlich werden. Das Inlandsgeschäft legte demgegenüber mit lediglich um 1,7 % auf 14,09 Mio. € (VJ: 13,86 Mio. €) zu, wobei hier keine anorganischen Effekte enthalten waren.
- Das um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT kletterte proportional zum Umsatz auf 0,75 Mio. € (VJ: 0,69 Mio. €). Damit weist die USU Software AG eine im Vorjahresvergleich unveränderte Marge auf Basis des bereinigten EBIT in Höhe von 3,6 % auf. Der noch niedrige Wert der EBIT-Marge ist auf die anhaltende Investitionsphase für das Auslandswachstum zurückzuführen sowie auf den Ausbau der Belegschaft, als Vorbereitung für das erwartete Unternehmenswachstum. Dabei weist die USU Software AG einen Ausbau bei der Anzahl der Mitarbeiter auf 683 (VJ: 604) aus, welcher sowohl aus dem USU SAS-Erwerb als auch aus dem aktiven organischen Belegschaftsausbau stammt. Darüber hinaus bewegten sich die Marketingkosten (Ausbau Vertriebsmannschaft, höhere Präsenz auf Messen/Veranstaltungen) mit einer Kostenquote in Höhe von 19,9 % (VJ: 19,8 %) auf dem hohen Vorjahresniveau.
- Mit Veröffentlichung der Quartalszahlen hat das USU-Management die im Geschäftsbericht 2017 veröffentlichten Prognosen bestätigt. Unverändert wird dabei ein Konzernumsatz in Höhe von 93 - 98 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 7,5 - 10 Mio. € in Aussicht gestellt. Insbesondere die forcierten Auslandsinvestitionen sowie der im Ausland erfolgte Vertriebsstart von Knowledge Management sollten im zweiten Halbjahr 2018 für entsprechende Wachstumsimpulse sorgen. Unter Einbezug eines erwarteten Ausbaus des Inlandsgeschäftes ist das erwartete Umsatz- und daraus resultierende Ergebniswachstum eine realistische Annahme.
- Wir behalten unsere im Rahmen der jährlichen Anno-Studie (vom 09.04.2018) veröffentlichten Prognosen bei. Angelehnt an die Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 94,91 Mio. € und erwarten für die kommenden Geschäftsjahre eine jeweils zweistellige Wachstumsrate. Das EBIT sollte von einer überproportionalen Entwicklung des margenstarken Produktgeschäftes sowie von nur unterproportionalen Investitionen profitieren. Das bereinigte EBIT sollte sich in den kommenden Geschäftsjahren auf die anvisierte Zielgröße von 15,0 % zubewegen.
- Auf Basis unveränderter Prognosen sowie eines ebenfalls unveränderten Bewertungsmodells behalten wir unser bisheriges Kursziel von 27,00 € bei. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 24,50 € vergeben wir damit weiterhin das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

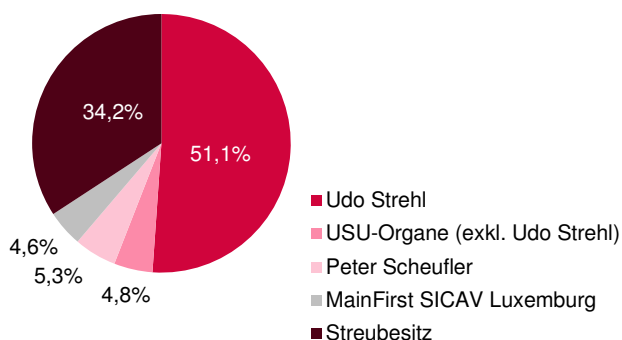
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung Q1 2018.....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung Q1 2018 .....	5
Ergebnisentwicklung Q1 2018 .....	6
Bilanzielle Situation zum 31.03.2018 .....	7
<b>Prognosen und Modellannahmen .....</b>	<b>8</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>9</b>

## UNTERNEHMEN

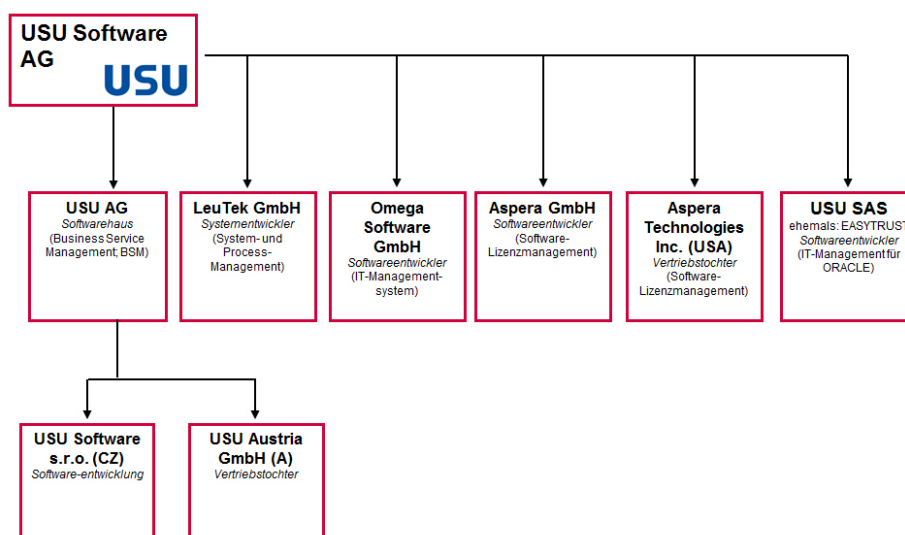
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,1%
USU-Organen (exkl. Udo Strehl)	4,8%
Peter Scheufler	5,3%
MainFirst SICAV Luxemburg	4,6%
<b>Streubesitz</b>	<b>34,2%</b>

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach der in 2018 erfolgten Verschmelzung der B.I.G. Social Media GmbH und der unitB technology GmbH auf die USU AG umfasst der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe (kurz: USU) derzeit acht inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften. In den vergangenen Geschäftsjahren wurde der Konsolidierungskreis im Zuge des anorganischen Wachstums stetig ausgeweitet.

Nachdem in 2015 der SAP-Lizenzmanagementspezialist SecurIntegration GmbH erworben wurde (mittlerweile auf Aspera GmbH verschmolzen) erfolgte im Januar 2017 der Erwerb der Agentur unitB technology GmbH. Die in Berlin ansässige Agentur ist ein Anbieter von maßgeschneiderten Corporate Websites, Brand-Websites und Intranets und übernimmt dabei sowohl die strategische Beratung als auch die technologische Umsetzung. Mit dieser Akquisition wird die USU-Produktpalette horizontal ergänzt, wodurch künftig auch individuelle Online-Lösungen mit angeboten werden können. Darüber hinaus erfolgte in Mai 2017 der Erwerb der in Frankreich ansässigen EASY-TRUST SAS (umfirmiert in USU SAS), womit die Präsenz im französischen Markt gesteigert werden soll. USU SAS ist ein Softwarehersteller im Bereich der automatischen Erkennung und Analyse von Hard- und Software (IT-Management), mit dem Produktschwerpunkt auf Soft- und Hardware im Umfeld großer Rechenzentren (Fokus: ORACLE). Im Rahmen der EASYTRUST-Integration erfolgt ebenfalls eine horizontale Ausweitung der USU-Produktpalette.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q1 2018

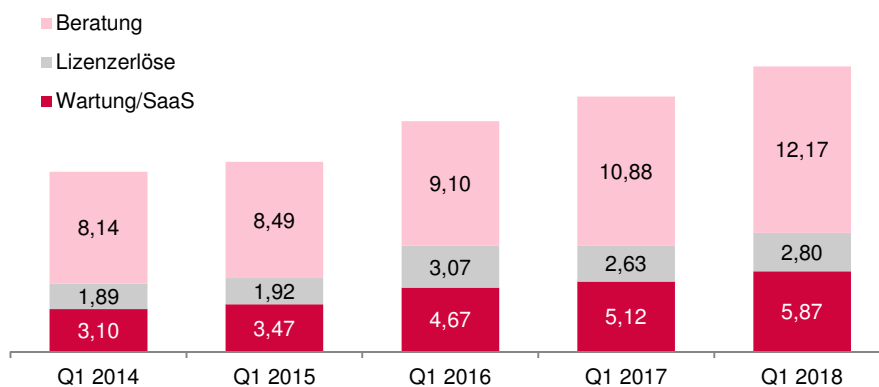
GuV (in Mio. €)	Q1 2016	Q1 2017	Q1 2018
Umsatzerlöse	16,96	18,89	21,01
davon Produkt	13,45	13,88	15,75
davon Service	3,47	4,98	5,23
EBIT	1,01	0,14	0,38
EBIT-Marge	6,0%	0,7%	1,8%
bereinigtes EBIT	1,37	0,69	0,75
bereinigte EBIT-Marge	8,1%	3,6%	3,6%
Nachsteuerergebnis	0,88	-0,12	0,47

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung Q1 2018

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 21,01 Mio. € (VJ: 18,89 Mio. €) hat die USU Software AG die hohe Umsatzdynamik der vergangenen Geschäftsjahre aufrechterhalten und damit die Umsatzbasis um 11,2 % ausgebaut. Bemerkenswert ist hierbei der Umstand, dass die Gesellschaft auch im traditionell unterjährigem Vergleich umsatzschwächeren ersten Quartal, die Umsatzgrenze von 20,0 Mio. € nachhaltig überschritten hat. Die hohe Wachstumsdynamik ist zwar zum Teil auf anorganische Effekte zurückzuführen, überwiegend ist diese jedoch organischen Ursprungs. Der gegenüber dem Vorjahresquartal erstmalige Einbezug der im Mai 2017 erworbenen USU SAS (zum Erwerbszeitpunkt: EASYTRUST SAS) hatte einen Umsatzeffekt in Höhe von rund 0,75 Mio. € zur Folge und demnach liegt das organische Wachstum bei 1,37 Mio. € bzw. 7,3 %.

#### Umsatzerlöse im ersten Quartal (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

In den Umsatzerlösen ist, ähnlich wie in der Gesamtbranche, ein zunehmender Anteil an SaaS-Umsätzen enthalten, wodurch die Umsatzerlöse über die Vertragslaufzeit hinweg verstetigt werden. Bei den klassischen Lizenzträgen wird hingegen zum Vertragsabschluss der Gesamtumsatz ausgewiesen. Folglich legten die Wartungs-/SaaS-Umsätze gegenüber dem Vorjahr um 0,75 Mio. € auf 5,87 Mio. € zu, wohingegen die Lizenzumsätze leicht auf 2,80 Mio. € (VJ: 2,63 Mio. €) geklettert sind. Besonders stark entwickelten sich die Beratungserlöse, mit einem Anstieg um 1,29 Mio. € auf 12,17 Mio. €. Hier ist eine auf der Basis einer ausgebauten Beratermannschaft unverändert hohe Auslastungsquote ersichtlich.

Die regionale Umsatzaufteilung verdeutlicht die auf Auslandswachstum ausgerichtete Fokussierung der USU Software AG. Darunter fällt einerseits die in 2017 erfolgte Akquisition der französischen USU SAS sowie die gesteigerten Investitionen (erhöhte Ver-

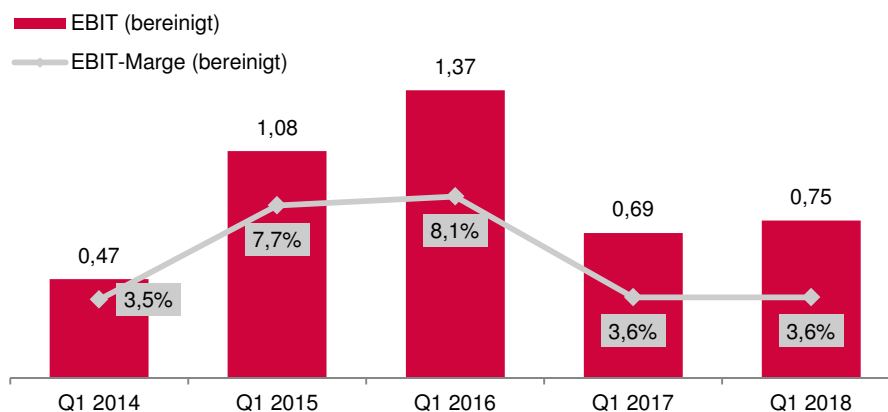
triebsbemühungen, intensivere Marketingmaßnahmen etc.) in den ausländischen Märkten. Das sich daraus in Summe ergebende Umsatzwachstum in den USA und in Europa hat zu einem Anstieg der im Ausland erzielten Umsätze um 37,6 % auf 6,91 Mio. € (VJ: 5,03 Mio. €) geführt und war damit der wichtigste Wachstumstreiber der ersten drei Monate 2018. Im Vergleich dazu legten die Inlandumsätze lediglich um 1,7 % auf 14,09 Mio. € (VJ: 13,86 Mio. €) zu, wobei hier keine anorganischen Effekte zum Tragen gekommen sind.

## Ergebnisentwicklung Q1 2018

Das EBIT erhöhte sich leicht überproportional zur Umsatzentwicklung auf 0,38 Mio. € (VJ: 0,14 Mio. €), was zu einem Anstieg der EBIT-Marge auf 1,8 % (VJ: 0,7 %) geführt hat. Die noch niedrige EBIT-Marge ist auf die anhaltende Investitionsphase für das Auslandswachstum zurückzuführen sowie auf den Ausbau der Belegschaft, als Vorbereitung für das erwartete Unternehmenswachstum. Dabei weist die USU Software AG einen Ausbau bei der Anzahl der Mitarbeiter auf 683 (VJ: 604) aus, welcher sowohl aus dem USU SAS-Erwerb als auch aus dem aktiven Belegschaftsausbau stammt. Darüber hinaus bewegten sich die Marketingkosten (Ausbau Vertriebsmannschaft, höhere Präsenz auf Messen/Veranstaltungen) mit einer Kostenquote in Höhe von 19,9 % (VJ: 19,8 %) auf dem hohen Vorjahresniveau. Gemäß Unternehmensangaben sollten insbesondere ab dem zweiten Halbjahr 2018 sowie im Geschäftsjahr 2019 die positiven Effekte aus der aktuellen Investitionsphase spürbar werden. Dann ist auch mit einem deutlichen Ergebnisanstieg zu rechnen.

Beim um akquisitionsbedingte Faktoren bereinigten EBIT verzeichnete die USU Software AG eine zum Umsatz proportionale Entwicklung. Auch hier machen sich die kostenerhöhenden Effekte aus der Investitionsphase bemerkbar.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Dass beim Nachsteuerergebnis ein deutlicher Anstieg auf 0,47 Mio. € (VJ: -0,16 Mio. €) gegenüber dem Vorjahr erzielt wurde, ist hier besonders hervorzuheben. Neben der positiven operativen Entwicklung profitierte die USU Software AG von einem positiven Steuereffekt in Höhe von 0,15 Mio. € (VJ: -0,22 Mio. €). Dieser steht im Zusammenhang mit der Bildung latenter Steuern und ist daher nicht liquiditätswirksam.

## Bilanzielle Situation zum 31.03.2018

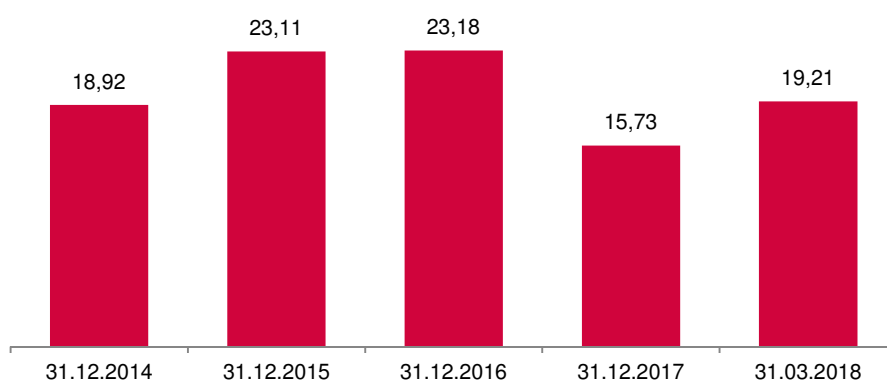
in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.03.2018
Eigenkapital (EK-Quote)	63,62 (69,2%)	63,01 (63,4%)	63,52 (63,1%)
Operatives Anlagevermögen	43,82	52,93	52,48
Working Capital	-4,37	-2,01	-9,38
Liquide Mittel	23,18	15,73	19,21
Cashflow - operativ	5,13	5,17	6,75
Cashflow - Investition	-1,18	-8,23	-0,21
Cashflow - Finanzierung	-3,88	-4,21	0,00

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch nach den beiden Transaktionen des vergangenen Geschäftsjahres, die mit einem Anstieg des operativen Anlagevermögens mit einem gleichzeitigen Rückgang der Liquidität einhergingen, weist die USU Software AG gleichbleibend sehr solide Bilanzverhältnisse auf. Zwar kam es aufgrund der akquisitionsbedingten Bilanzverlängerung zu einem Rückgang der Eigenkapitalquote auf mittlerweile 63,1 %, dieser Wert ist jedoch nach wie vor als überdurchschnittlich hoch einzustufen. Zumal die Gesellschaft nahezu vollständig auf Fremdfinanzierung verzichtet, was eine hohe Flexibilität auch hinsichtlich weiterer möglicher Akquisitionsoptionen bewahrt.

Gegenüber der Bilanz zum Geschäftsjahresende 2017 werden lediglich Änderungen auf Ebene des Nettoumlaufvermögens augenscheinlich, die aus einer für den Jahresanfang typischen Vereinnahmung von in Rechnung gestellten Wartungsverträgen stammt. Die im Zusammenspiel mit einem stichtagsbedingten Forderungsrückgang resultierende deutliche Minderung des Working Capitals macht sich in einem deutlich positiven operativen Cashflow und folglich in einem Ausbau der liquiden Mittel bemerkbar:

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der für die USU Software AG typische hohe Liquiditätsbestand konnte somit nahezu wieder auf dem Niveau vor den beiden Unternehmenszukaufen gesteigert werden. Da es sich aber hier um einen Stichtageffekt handelt, dürften die liquiden Mittel in den Folgeperioden nicht mehr in der Weise zulegen, wie in den ersten drei Monaten 2018. Zumal im laufenden zweiten Quartal die Dividendenauszahlung in Höhe von 4,21 Mio. € ansteht. Grundsätzlich verfügt aber die Gesellschaft über einen traditionell hohen Liquiditätszufluss aus dem operativen Geschäft, so dass künftiges anorganisches Wachstum schnell umgesetzt werden könnte.



## PROGNOSEN UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	84,36	94,91	106,77	119,58
EBIT	3,22	7,68	12,06	15,21
<i>EBIT-Marge</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,7%</i>
bereinigtes EBIT	6,13	9,46	13,69	16,69
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	<i>7,3%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,8%</i>	<i>14,0%</i>
Jahresüberschuss	3,37	6,10	8,46	10,66
EPS in €	0,32	0,58	0,80	1,01

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung der Quartalszahlen hat das USU-Management die im Rahmen des Geschäftsberichtes 2017 publizierten Prognosen für das Gesamtjahr 2018 bestätigt. Unverändert wird dabei ein Konzernumsatz in Höhe von 93 - 98 Mio. € sowie ein bereinigtes EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. € erwartet. Bei Zugrundelegung der Umsätze und des Ergebnisses des ersten Quartals 2018 wird ersichtlich, dass die Gesellschaft im weiteren Jahresverlauf eine jeweils stärkere Dynamik erreichen muss. Auf der anderen Seite gilt es jedoch zu beachten, dass bei der USU Software AG das erste Quartal eines Geschäftsjahres traditionell etwas schwächer ausfällt als die Nachfolge quartale.

Darüber hinaus sollen sich die zuletzt forcierten Auslandsinvestitionen erst mit einem zeitlichen Verzug ab dem zweiten Halbjahr 2018 positiv auf die Umsatz- und insbesondere Ergebnissituation auswirken. Auch der Umstand, wonach in den Auslandsmärkten eine Erweiterung der angebotenen Produkte um das Thema Knowledge Management stattgefunden hat, sollte für entsprechende Wachstumsimpulse sorgen. Unter Einbezug eines erwarteten Ausbaus des Inlandsgeschäftes ist das erwartete Umsatz- und Ergebniswachstum eine realistische Annahme. Für die ebenfalls bestätigte Mittelfristprognose, die für das Geschäftsjahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 140,0 Mio. €, bei einem bereinigten EBIT in Höhe von 20,0 Mio. € in Aussicht stellt, ist unseres Erachtens ein anorganischer Wachstumsbeitrag in Höhe von 10,0 Mio. € notwendig.

Wir behalten unsere im Rahmen der jährlichen Anno-Studie (vom 09.04.2018) veröffentlichten Prognosen bei. Angelehnt an die Unternehmens-Guidance rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 94,91 Mio. € und erwarten für die kommenden Geschäftsjahre eine jeweils zweistelligen Wachstumsrate. In erster Linie sollte hier das margenstarke Produktgeschäft überproportional wachsen, was sich dann in einer tendenziellen Rentabilitätsverbesserung manifestieren sollte. Auch wenn die Vertriebsaktivitäten für das Auslandswachstum weiter forciert werden sollten, dürften diese, angesichts des höheren Umsatzniveaus, nur unterproportionale Kostenbelastungen nach sich ziehen. Demnach sollte sich das bereinigte EBIT in den kommenden Geschäftsjahren auf die anvisierte Zielgröße von 15,0 % (bis 2021) zubewegen.

Auf der Grundlage unveränderter Prognosen bestätigen wir auch unser bisheriges DCF-Bewertungsmodell, im Rahmen dessen wir ein Kursziel von 27,00 € je Aktie ermittelt haben.

## 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.htm>

#### **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.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 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.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 § 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 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) 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des 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 getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent 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 Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studienerstellung 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.)

**§ 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), stellvertr. 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](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)