



Researchstudie (Anno)

USU Software AG

USU

Umsatz- und Ergebnis im Rahmen der angepassten Prognosen, Projektverschiebungen belasten, Rückkehr zum Ergebniswachstum erwartet

Kursziel: 24,70 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR ab Seite 17

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: 24,70 €
(bisher: 24,95 €)

aktueller Kurs: 14,40
02.04.19 / XETRA / 09:02 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 151,54
EnterpriseValue³: 142,95
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 34,1 %

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

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/

Knowledge Business

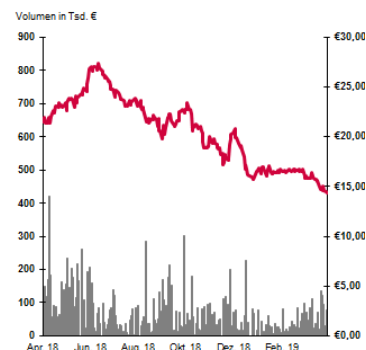
Mitarbeiter: 694 Stand: 31.12.2018

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 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	31.12.2018	31.12.2019e	31.12.2020e	31.12.2021e
Umsatz	90,49	98,50	113,74	125,00
EBITDA	5,51	9,49	15,66	19,27
EBIT	2,71	6,74	13,06	16,72
bereinigtes EBIT	4,13	8,08	14,54	18,07
Jahresüberschuss	0,96	4,74	9,16	11,72

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,09	0,45	0,87	1,11
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,50	0,55

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,58	1,45	1,26	1,14
EV/EBITDA	25,96	15,06	9,13	7,42
EV/EBIT	52,81	21,20	10,95	8,55
EV/bereinigtes EBIT	34,61	17,69	9,83	7,91
KGV	157,69	32,00	16,55	12,93
KBV	2,54			

Finanztermine

23.05.2019: Q1-Bericht 2019
02.07.2019: Hauptversammlung
29.08.2019: HJ-Bericht 2019
21.11.2019: 9-Monatsbericht
25-27.11.2019: Eigenkapitalforum
10.12.2019: MKK-München

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
08.01.2019: RS / 24,95 / KAUFEN
29.11.2018: RS / 26,60 / KAUFEN
04.09.2018: RS / 26,60 / KAUFEN
28.05.2018: RS / 27,00 / KAUFEN
09.04.2018: RS / 27,00 / KAUFEN

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 18

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die USU Software AG lag mit dem im Geschäftsjahr 2018 erreichten neuen Umsatzrekordwert in Höhe von 90,49 Mio. € (VJ: 84,36 Mio. €) innerhalb der im Dezember 2018 angepassten Prognose (89 – 91 Mio. €). Dennoch war das abgelaufene Geschäftsjahr umsatzseitig leicht unter den Erwartungen geblieben, da gemäß ursprünglicher Prognose von Umsatzerlösen in Höhe von 93 – 98 Mio. € ausgegangen war. Insbesondere Projektverschiebungen von US-amerikanischen Kunden mit einem Gesamtlizenzvolumen in Höhe von 2 – 3 Mio. € haben zu dieser schwächeren Umsatzentwicklung beigetragen.
- Besonders sichtbar wird diese Umsatzverschiebung anhand des Rückgangs der Lizenz Erlöse auf 13,30 Mio. € (VJ: 15,56 Mio. €). Dem steht jedoch ein weiterer Anstieg der Wartungs-/SaaS-Erlöse auf 25,97 Mio. € (VJ: 22,28 Mio. €) gegenüber. Hier ist teilweise der zuletzt in der Branche vorherrschende Trend einer stärkeren Nachfrage nach SaaS-Lösungen abgebildet, was zulasten von Einzellizenzverkäufen geht. Da wir davon ausgehen, dass dieser Trend sich künftig sogar verstärkt fortsetzen sollte, dürften die über die Vertragslaufzeit ratierlich ausgewiesenen SaaS-Erlöse weiter an Bedeutung gewinnen. Schließlich profitierte die USU Software AG von einer weiterhin starken Consulting-Nachfrage und damit von einem weiteren Ausbau der Beratungsumsätze auf 50,42 Mio. € (VJ: 44,53 Mio. €).
- Die Projektverschiebung betraf in erster Linie margenstarke Einzellizenzverkäufe, was sich direkt negativ auf die Ergebnisentwicklung ausgewirkt hatte. Dementsprechend lag das um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinigte EBIT mit 4,13 Mio. € (VJ: 6,13 Mio. €) sowohl unter dem Vorjahreswert als auch deutlich unterhalb der ursprünglichen Unternehmensguidance (7,5 – 10 Mio. €). Ergebnisbelastend haben sich zudem die verstärkten Vertriebsinvestitionen für das internationale Wachstum sowie die nachfragebedingte Ausweitung der Beratermannschaft ausgewirkt.
- Für das laufende Geschäftsjahr 2019 rechnet der USU-Vorstand mit Umsatzerlösen in Höhe von 98 – 101 Mio. € und einem bereinigten EBIT in Höhe von 7,5 – 10,0 Mio. €. Die Mittelfristprognose für das Jahr 2021 wurde zudem bestätigt. Es werden dann Umsätze in Höhe von 140 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 20 Mio. € erwartet, allerdings wird hier ein anorganisches Wachstum in Höhe von 15,0 Mio. € eingerechnet. Bei unseren Prognosen orientieren wir uns an die Unternehmens-Guidance (ohne Akquisition), wobei wir für das laufende Geschäftsjahr jeweils die untere Grenze der Prognosebandbreite als realistisch einstufen.
- In unseren Umsatzprognosen für 2019 in Höhe von 98,50 Mio. € rechnen wir damit, dass zumindest ein Teil der verschobenen Projekte realisiert wird. Darüber hinaus sollten die Vertriebsbemühungen im Ausland (neue namhafte Vertriebsleiter in USA und Frankreich) Früchte tragen und das internationale Geschäft sichtbar ankurbeln. Parallel dazu sollte das Inlandsgeschäft auch von neuen Produkteinführungen sowie im Consulting-Bereich weiterhin von einer hohen Auslastung profitieren. Skaleneffekte sowie der Wegfall einmaliger Aufwendungen dürfte eine Rückkehr zu deutlich höheren Rentabilitätsniveaus ermöglichen. Wir rechnen mit einer Verbesserung des bereinigten EBIT auf 8,08 Mio. €, welches bis 2021 weiter auf 18,07 Mio. € zulegen sollte.
- In unserem DCF-Bewertungsmodell haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 24,70 € je Aktie (bisher: 24,95 Mio. €) ermittelt und damit das alte Kursziel, welches wir bereits Anfang Januar gesenkt hatten, nahezu unverändert gelassen. Ausgehend vom in 2018 deutlich gefallen Kursniveau vergeben wir für die USU-Aktie damit das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

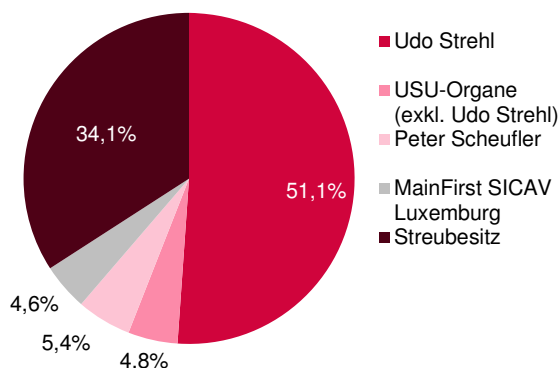
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Produkte	5
Business- und IT-Servicemanagement	5
Software-Lizenzmanagement.....	5
Business Service Monitoring	5
Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions.....	5
Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions.....	6
Referenzkunden.....	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung.....	8
Kennzahlen im Überblick	8
Geschäftsentwicklung GJ 2018.....	9
Umsatzentwicklung GJ 2018	9
Ergebnisentwicklung GJ 2018	10
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018	12
Prognose und Bewertung.....	13
Bewertung.....	15
Modellannahmen.....	15
Bestimmung der Kapitalkosten.....	15
Bewertungsergebnis.....	15
DCF-Modell.....	16
Anhang	17

UNTERNEHMEN

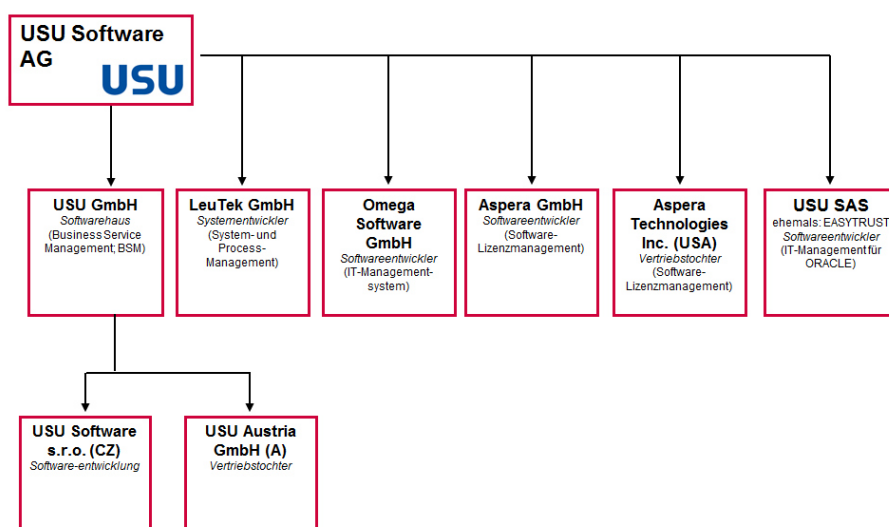
Aktionärsstruktur

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

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 GmbH (vorher: USU AG) umfasst der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe (kurz: USU) derzeit acht inländische und ausländische operative 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 im Mai 2017 der Erwerb der in Frankreich ansässigen EASYTRUST 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.

Produkte

Das Leistungsspektrum der USU Software AG lässt sich in die Bereiche „Business- und IT-Servicemanagement“, „Wissens- und Lösungsdatenbanken“, „Maßgeschneiderte Anwenderlösungen“, „Software-Lizenzmanagement“ und „Business Service Monitoring“ untergliedern. 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.

Business- und IT-Servicemanagement

Das Kernprodukt im Business- und IT-Servicemanagement stellt die modular aufgebaute Produktsuite Valuation dar. Dabei ermöglicht Valuation beispielsweise neben der effektiven Bestandsverwaltung der Hard- und Software eines Unternehmens auch den sicheren Betrieb der IT und der damit verbundenen Geschäftsprozesse. Mit dem ganzheitlichen Portfolio von USU können die USU-Kunden ihre IT-Landschaft laufend aktiv transparent darstellen, verwalten, überprüfen und steuern. Das Ziel ist dabei eine kostenoptimale und servicebezogene Einbindung der IT in die Geschäftsprozesse der Unternehmen.

Software-Lizenzmanagement

Nutzer der Software SmartTrack (Software der Tochtergesellschaft Aspera GmbH) können mit Hilfe eines eigenentwickelten Softwarekatalogs eine Bilanz über die im Einsatz befindlichen Softwarelizenzen erstellen. Damit können einerseits Unterlizenzierungen schnell offengelegt und somit etwaige Strafzahlungen oder Rechtsverfolgungen vermieden werden. Andererseits lassen sich für die Nutzer von SmartTrack aber auch Überlizenzierungen erkennen und somit Einsparpotenziale realisieren. Laut Aussagen der Gesellschaft können Kunden ihre Softwareinvestitionen um bis zu 30 % reduzieren. Damit wäre der Einsatz von SmartTrack in der Regel bereits nach einem Jahr amortisiert. SmartTrack ist ein Bestandteil der Kernproduktsuite Valuation, welche ihrerseits dem Business Service Management zugeordnet werden kann.

Business Service Monitoring

Über das ZIS-System der Tochtergesellschaft LeuTek GmbH können alle Bereiche und Ressourcen eines Rechenzentrums überwacht, gesteuert und bedient werden. Im Rahmen der Ausrichtung der USU-Gruppe auf den Wachstumsmarkt des wissensbasierten Service Management erfolgte die Anbindung der ZIS-Produkte von LeuTek an die Produktsuite Valuation.

Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions

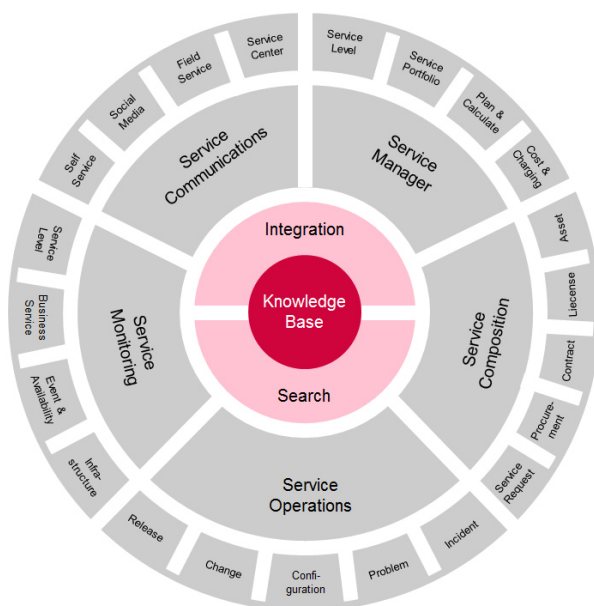
Das Kernprodukt dieses Bereiches ist das USU KnowledgeCenter, eine modular aufgebaute und webbasierte Produktsuite für die Informationsbereitstellung in wissensintensiven Geschäftsprozessen. Ein wichtiges Modul des USU KnowledgeCenter ist der USU KnowledgeMiner, eine selbstlernende Suchmaschine, deren Technologie patentiert wurde. Adressiert werden Unternehmen, die schnell auf strukturierte und unstrukturierte Informationen zurückgreifen müssen und auf eine schnelle Informationsversorgung der Anwender abzielen. Eine der wichtigsten Zielgruppen in diesem Bereich sind beispielsweise Call Center, die eine Vielzahl unterschiedlichster Auskünfte erteilen müssen und daher in großen, heterogen verteilten Datenmengen recherchieren. Auch die Social-Media-Technologie der übernommenen BIG Social Media GmbH soll in der Wissensdatenbank USU KnowledgeCenter integriert werden. Durch diese Verknüpfung, woraus

sich für die USU im Bereich des wissensbasierten Servicemanagement ein Alleinstellungsmerkmal ergibt, sollen die USU-Kunden zusätzlich auch Informationen über Kunden- und Markttrends herauslesen können. Durch den strategischen Zusammenschluss verspricht sich die Gesellschaft zudem weitere internationale Wachstumspotenziale.

Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions

Aufträge, welche einen individuellen Charakter vorweisen, werden diesem Bereich zugeordnet. In der Regel handelt es sich hier um eine reine Anwendungsentwicklung von Softwarelösungen gemäß den Anforderungen des Kunden. Somit erreicht die USU über den Bereich Business Solutions einen hohen Individualisierungsgrad. Insofern entspricht der Bereich Business Solutions dem Segment Servicegeschäft der USU-Gruppe. In Einzelfällen können dabei auch die USU-Standardprodukte zum Einsatz kommen, beispielsweise im Projekt 115 der Bundesregierung zum Aufbau einer deutschlandweiten Behördenhotline, in welcher eine Wissensmanagement-Lösung auf Grundlage des USU KnowledgeCenter die Basis der Informationsversorgung der Bürger bildet.

Die Knowledge Business Produktsuite der USU-Gruppe



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Referenzkunden

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



BAYERISCHE STAATSKANZLEI



Bayer HealthCare

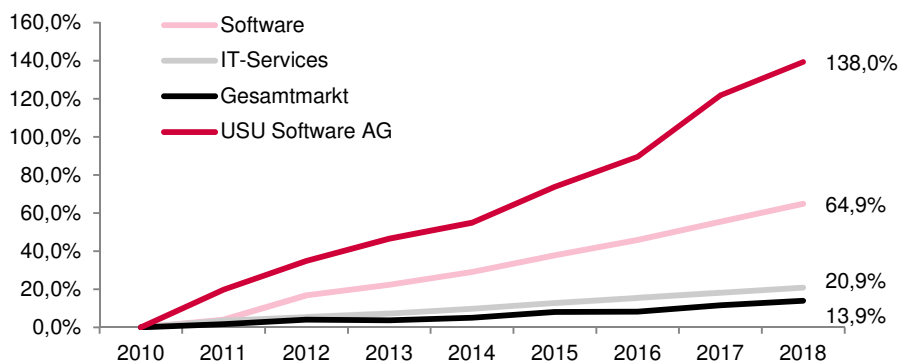
Quelle: USU Software AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Die dargestellte Produktpalette der USU Software AG lässt sich in die Bereiche „Software“ und „IT-Services“ unterteilen. Damit ist die Gesellschaft innerhalb der wachstumsstarken Bereiche der IT-Branche tätig. Dies belegen die von der BITKOM publizierte ITK-Marktzahlen, die beispielsweise im Untersegment „Software“ für das vergangene Kalenderjahr ein Wachstum in Höhe von 6,1 % und damit gegenüber den Vorjahren eine gleichbleibend hohe Dynamik ermittelt haben. Seit 2010 legten die Umsätze mit Software in Deutschland jährlich um durchschnittlich (CAGR) 6,4 % zu. IT-Services (IT-Beratung und Projektgeschäft), das von der Rangfolge her an zweiter Stelle der wachstumsstärksten ITK-Untersegmente angesiedelt ist, weist im vergangenen Jahr ein Umsatzwachstum in Höhe von 2,3 % auf, mit einem CAGR seit 2010 von 2,4 %. Der anhaltende Digitalisierungstrend gilt gemäß BITKOM als der wichtigste Treiber für das zurückliegende und künftige Wachstum des ITK-Marktes. Einer sogar noch dynamischeren Entwicklung der ITK-Branche steht der sich verstärkende Fachkräftemangel in der Digitalwirtschaft entgegen. So waren Ende 2018 etwa 82.000 Stellen für IT-Experten noch unbesetzt, nachdem es Ende 2017 erst rund 55.000 Stellen waren.

Die USU Software AG war dabei in der Lage, überdurchschnittlich stark von den unverändert positiven Marktvorgaben zu profitieren. Das Umsatzwachstum des vergangenen Geschäftsjahres lag dabei mit 7,3 % erneut deutlich oberhalb des Gesamtmarktwachstums. Seit 2010 liegt das CAGR bei 11,4 %, mit einem Gesamtanstieg in Höhe von 138,0 %:

Umsatzwachstum USU Software AG vs. relevante Teilmärkte



Quelle: BITKOM; GBC AG

Der offensichtliche Ausbau der Marktstellung wurde dabei zum Teil über anorganisches Wachstum, über die Verstärkung des Angebots besonders nachgefragter Lösungen sowie über den Ausbau der Geschäftstätigkeit in wachstumsstarken internationalen Märkten erreicht. Erwähnenswert ist hier die auf Lizenzmanagement spezialisierte Tochtergesellschaft Aspera, die ihre Geschäftstätigkeit in den USA ausgebaut hat. Im weltweit größten Markt wuchs der ITK-Markt, von einer deutlich höheren Basis ausgehend, um 3,8 % und war damit dynamischer als in Deutschland.

Auch die erworbenen Gesellschaften BIG Social Media GmbH und unitB technology GmbH sind jeweils in dynamischen Märkten tätig. So sollte beispielsweise der Bereich Social Media Monitoring und Social Media Reporting von einer immer stärker werdenden Verbindung zwischen Unternehmen und Social Media-Kanälen profitieren. Es ist davon auszugehen, dass die Unternehmen künftig neben Marketingaktivitäten auch bspw. Serviceaufgaben über die sozialen Medien generieren und dadurch insgesamt der Bedarf nach speziell auf den Social Media-Bereich zugeschnittenen Kommunikationslösungen, inklusive systematischer Auswertungen, zunehmen dürfte.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2017	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	84,36	90,49	98,50	113,74	125,00
Herstellungskosten	-38,84	-43,55	-46,38	-53,40	-58,13
Bruttoergebnis vom Umsatz	45,52	46,93	52,12	60,53	66,88
Marketing- und Vertriebskosten	-17,23	-18,80	-19,56	-20,89	-22,45
Allgemeine und Verwaltungskosten	-9,34	-10,60	-10,77	-11,03	-11,28
Forschungs- und Entwicklungskosten	-13,82	-15,33	-15,75	-16,26	-17,07
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen	-2,20	-*	-*	-*	-*
sonstige betriebliche Erträge	1,02	1,16	1,10	0,96	0,90
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,73	-0,66	-0,40	-0,25	-0,25
EBIT	3,22	2,71	6,74	13,06	16,72
Zinserträge	0,09	0,18	0,12	0,12	0,12
Zinsaufwendungen	-0,20	-0,08	-0,10	-0,10	-0,10
Ergebnis vor Steuern	3,11	2,81	6,76	13,08	16,74
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,25	-1,85	-2,03	-3,92	-5,02
Jahresüberschuss	3,37	0,96	4,74	9,16	11,72
EBITDA	6,84	5,51	9,49	15,66	19,27
in % der Umsatzerlöse	8,1%	6,1%	9,6%	13,8%	15,4%
EBIT	3,22	2,71	6,74	13,06	16,72
in % der Umsatzerlöse	3,8%	3,0%	6,8%	11,5%	13,4%
bereinigtes EBIT	6,13	4,13	8,08	14,54	18,07
in % der Umsatzerlöse	7,3%	4,6%	8,2%	12,8%	14,5%
Ergebnis je Aktie in €	0,32	0,09	0,45	0,87	1,11
Dividende je Aktie in €	0,40	0,40	0,40	0,50	0,55

Quelle: USU Software AG; GBC AG *die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte wurden in 2018 erstmals den Funktionsbereichen zugeordnet und damit auf die Kosten verteilt

Geschäftsentwicklung GJ 2018

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017	GJ 2018
Umsatzerlöse	72,10	84,36	90,49
davon Produkt	57,14	64,53	68,43
davon Service	14,79	19,70	21,79
EBITDA	10,78	6,84	5,51
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>15,0%</i>	<i>8,1%</i>	<i>6,1%</i>
EBIT	8,30	3,22	2,71
<i>EBIT-Marge</i>	<i>11,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,0%</i>
bereinigtes EBIT	9,61	6,13	4,13
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	<i>13,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>4,6%</i>
Jahresüberschuss	6,78	3,37	0,96
EPS in €	0,64	0,32	0,09

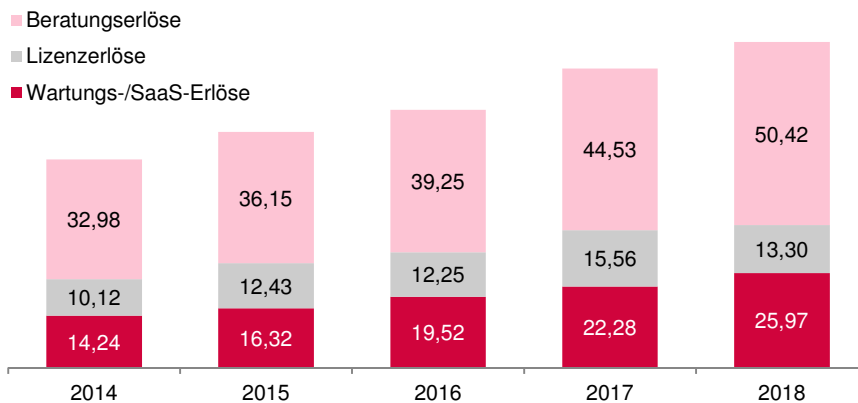
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung GJ 2018

Die USU Software AG hat erwartungsgemäß in 2018 mit 90,49 Mio. € (VJ: 84,36 Mio. €) einen neuen Umsatzrekord markiert. Trotz des erreichten 7,3%igen Umsatzzanstieges war das abgelaufene Geschäftsjahr auf Umsatzebene aber unter den Erwartungen geblieben. Ursprünglich hatte die Gesellschaft mit der Veröffentlichung des letztjährigen Geschäftsberichtes Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 93 – 98 Mio. € in Aussicht gestellt. Mitte Dezember 2018 hatte das USU-Management, als Folge der sich abzeichnenden Projektverschiebungen, eine Prognoseanpassung auf 89 – 91 Mio. € vorgenommen.

Bei den Projektverschiebungen handelt es sich vornehmlich um Projekte mit US-amerikanischen Kunden mit einem Gesamtlicenzvolumen von 2 - 3 Mio. €. Infolge dieser Verschiebungen reduzierten sich die typischerweise hochmargigen Lizenz Erlöse auf 13,30 Mio. € (VJ: 15,56 Mio. €). Ein weiterer Aspekt dieser Entwicklung ist der derzeit in der Branche vorherrschende Trend bei den SaaS-Lösungen, die anstelle von Einzellizenzverkäufen (On-Premise) zunehmend nachgefragt werden. Diese Entwicklung wird von einem überproportionalen Anstieg bei den Wartungs-/SaaS-Umsätzen abgebildet, die gegenüber dem Vorjahr deutlich um 16,6 % angestiegen sind. Auch künftig dürfte daher das Umsatzbild der USU Software AG von einer überproportionalen Entwicklung der deutlich konstanteren Wartungserlöse geprägt sein. Bezeichnend steht hier auch der Umstand, wonach derzeit noch nicht bekannt ist, ob die von den US-Kunden verschobenen Projekte letztendlich doch als SaaS-Lösung abgeschlossen werden.

Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)

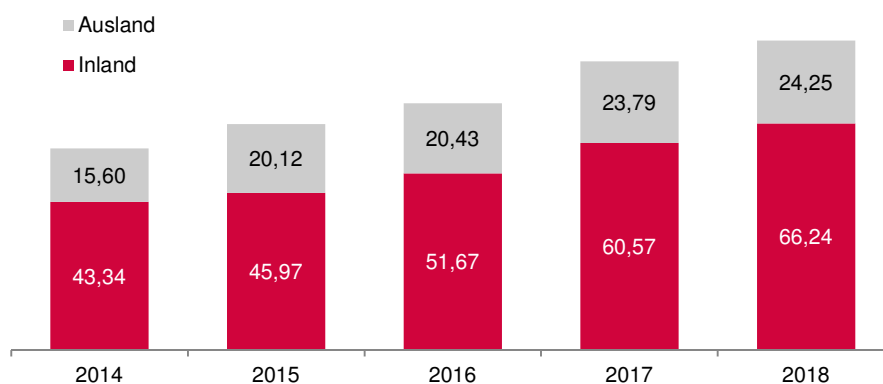


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Beim Beratungsgeschäft setzt sich die hohe Nachfrage der vergangenen Geschäftsjahre fort, was unverändert für eine hohe Mitarbeiterauslastung gesorgt hat. Zudem hat die Gesellschaft den weiteren Ausbau der Beratermannschaft fortsetzen können. Sowohl beim Beratungsgeschäft als auch bei den Wartungserlösen wurde dabei Neugeschäft generiert sowie das Bestandskundengeschäft weiter ausgebaut.

Die dargestellten verschobenen ausländischen Projekte mit US-amerikanischen Kunden hatten einen Rückgang der in den USA ausgewiesenen Umsätze auf 7,97 Mio. € (VJ: 10,90 Mio. €) zur Folge, was letztendlich dazu geführt hatte, dass das internationale USU-Geschäft mit einem Wachstum in Höhe von 1,9 % nur geringe Impulse zur Konzernentwicklung geleistet hatte. Demgegenüber kletterten die in Deutschland erwirtschafteten Umsätze um 9,4 %:

Regionale Aufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)

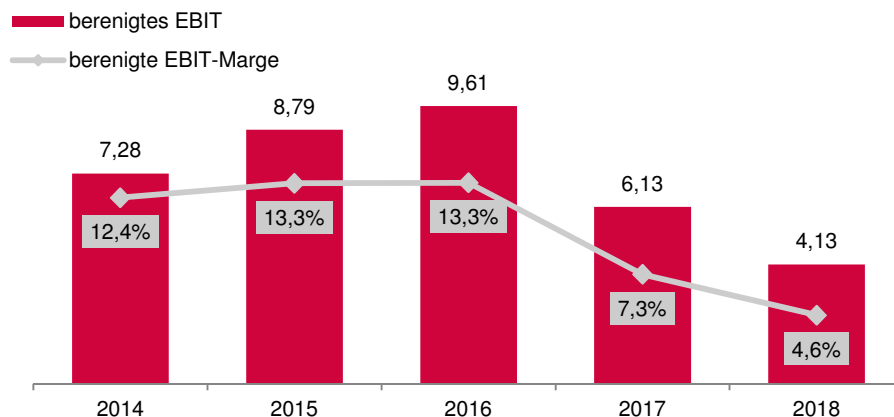


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung GJ 2018

Das um Akquisitionseffekte (primär Abschreibungen auf erworbene immaterielle Vermögenswerte) bereinigte EBIT lag, trotz des erreichten Umsatzanstieges, mit 4,13 Mio. € (VJ: 6,13 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes. Auf Ergebnisebene hatte die Gesellschaft die ursprünglichen Prognosen (Guidance: 7,5 – 10 Mio. €) deutlich verfehlt, wenngleich die im Dezember 2018 angepasste Prognose (4 – 5 Mio. €) erreicht wurde.

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

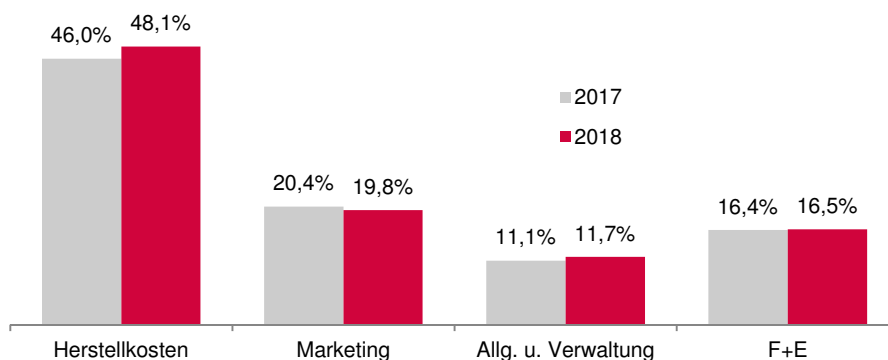


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Besonders stark wirkten sich an dieser Stelle die rückläufigen Lizenzträge aus, die im Umsatzmix die mit Abstand höchsten Ergebnismargen aufweisen. Darüber hinaus hat

der USU-Konzern in den vergangenen Geschäftsjahren diverse Investitionen, als Vorbereitung für das anstehende Wachstum sowie in die Auslandsexpansion getätigt. Konkret wurde dabei die Beratermannschaft ausgeweitet sowie nachfragebedingt, freie Mitarbeiter im Beratungsbereich stärker eingesetzt. Dies hatte einen insgesamt überproportionalen Anstieg der Herstellkosten des Umsatzes um 12,1 % auf 43,55 Mio. € (VJ: 38,84 Mio. €) nach sich gezogen, mit einem dazugehörigen Anstieg der Kostenquote auf 48,1 % (VJ: 46,0 %).

Kostenquoten – bereinigt um Abschreibungen (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Darüber hinaus wurden die Vertriebsteams in den USA und in Frankreich ausgeweitet, sowie die Marketingaktivitäten (Präsenz auf Messen und Events) forciert. Entsprechend kletterten die Marketingkosten auf 18,80 Mio. € (VJ: 17,23 Mio. €). Hier gilt es aber eine Bereinigung vorzunehmen, da in 2018 erstmals eine Zuordnung der aus den Unternehmenserwerben stammenden Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte, auf die einzelnen Kostenpositionen erfolgt ist. Auf die Marketingaufwendungen entfielen Abschreibungen in Höhe 0,91 Mio. €, welche den Vorjahreswert nicht belastet hatten. Bereinigt hätten die Marketingkosten 17,89 Mio. € (VJ: 17,23 Mio. €) ausgemacht.

Ein weiterer ergebniswirksamer Aspekt war der überproportionale Anstieg der allgemeinen Verwaltungskosten, als Folge verschiedener Maßnahmen zur Verbesserung der internen Strukturen (Zusammenführung IT) sowie der Konzernstruktur (Zusammenführung Geschäftseinheiten, Umwandlung Tochtergesellschaften etc.).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die rückläufige operative Ergebnisentwicklung der USU Software AG sowohl auf den Aufbau der Beratermannschaft als auch auf die intensiveren Vertriebsbemühungen im Ausland zurückzuführen ist. Gleiches gilt für die weiteren Ergebnisgrößen, wie etwa das Nachsteuerergebnis, welches mit 0,96 Mio. € (VJ: 3,37 Mio. €) etwas deutlicher unter dem Vorjahreswert lag. Allerdings muss hier ein positiver steuerlicher Effekt aus der Nutzung nicht aktivierter Verlustvorträge berücksichtigt werden, welcher im Geschäftsjahr 2017 zu einem Steuerertrag in Höhe von 0,25 Mio. € geführt hatte. In 2018 fielen hingegen Steueraufwendungen in Höhe von 1,85 Mio. € an.

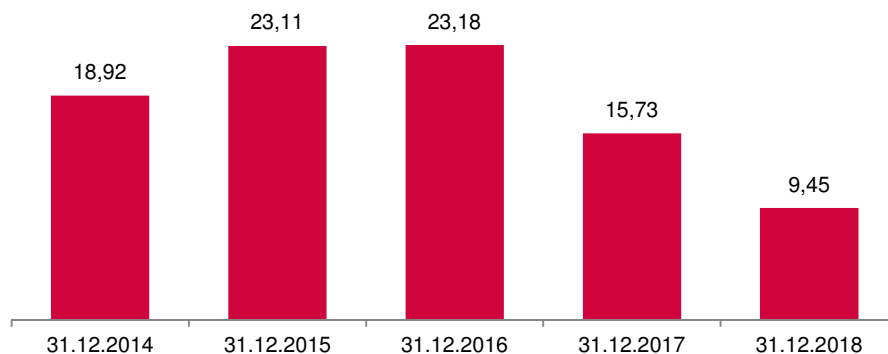
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2018

in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
Eigenkapital	63,62	63,01	59,67
EK-Quote (in %)	69,2%	63,4%	62,7%
Operatives Anlagevermögen	43,82	52,93	51,31
Working Capital	-4,37	-2,01	-0,43
Liquide Mittel	23,18	15,73	9,45
Cashflow - operativ	5,13	5,17	2,00
Cashflow - Investition	-1,18	-8,23	-1,14
Cashflow - Finanzierung	-3,88	-4,21	-4,21

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Dividendenpolitik der USU Software AG sieht die Ausschüttung einer Dividende vor, die grundsätzlich nie unter dem Vorjahreswert liegen und etwa der Hälfte des erwirtschafteten Gewinns entsprechen soll. Für die vorangegangenen beiden Geschäftsjahre (GJ 16 und GJ 17) wurde jeweils eine Dividende in Höhe von 0,40 € je Aktie ausgeschüttet, was einem ausgeschütteten Volumen in Höhe von 4,21 Mio. € entspricht. Da die im Nachfolgejahr erfolgte Dividendenauszahlung (jeweils in 2017 und 2018) über dem erwirtschafteten Nachsteuerergebnis lag, weist die USU Software AG zwei EK-Reduktionen in Folge aus. Trotz dieser rückläufigen Entwicklung auf 59,67 Mio. € (31.12.17: 63,01 Mio. €) liegt die EK-Quote mit 62,7 % (31.12.17: 63,4 %) aber nach wie vor auf hohem Niveau. Darüber hinaus sind die fehlenden Bankverbindlichkeiten unverändert ein wichtiges Kennzeichen der USU-Konzernbilanz.

Entwicklung Konzernliquidität (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Dividendenausüttung hat zudem zu einer Minderung der liquiden Mittel auf 9,45 Mio. € (31.12.17: 15,73 Mio. €) geführt. Dabei hatte der Zugang liquider Mittel aus dem operativen Geschäft in Höhe von 2,00 Mio. € nicht ausgereicht, um die dargestellte Dividendenausüttung in Höhe von 4,21 Mio. € sowie darüber hinaus die turnusmäßigen Investitionen in das Anlagevermögen in Höhe von 1,14 Mio. € auszugleichen. Der geringere operative Liquiditätszufluss ist eine Folge des geringeren Ergebnisses einerseits, sowie der geleisteten Steuerzahlungen und eines leichten Anstiegs des Nettoumlaufvermögens andererseits.

Gemäß Unternehmensangaben ist die aktuelle Liquiditätsausstattung ausreichend, um mögliches anorganisches Wachstum zu realisieren. Unserer Ansicht nach müsste aber, um das bis 2021 geplante anorganische Umsatzwachstum in Höhe von 15,00 Mio. € zu erreichen, ein höherer Liquiditätsbestand eingesetzt werden. Auf Basis des prognostizierten Unternehmenswachstums sollten aber in 2019 und 2020 nennenswerte liquide Mittel aus dem operativen Geschäft generiert werden.

PROGNOSE UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2018	GJ 2019e	GJ 2020e	GJ 2021e
Umsatzerlöse	90,49	98,50	113,74	125,00
EBIT	2,71	6,74	13,06	16,72
EBIT-Marge	3,0%	6,8%	11,5%	13,4%
bereinigtes EBIT	4,13	8,08	14,54	18,07
bereinigte EBIT-Marge	4,6%	8,2%	12,8%	14,5%
Jahresüberschuss	0,96	4,74	9,16	11,72
EPS in €	0,09	0,45	0,87	1,11

Quelle: GBC AG

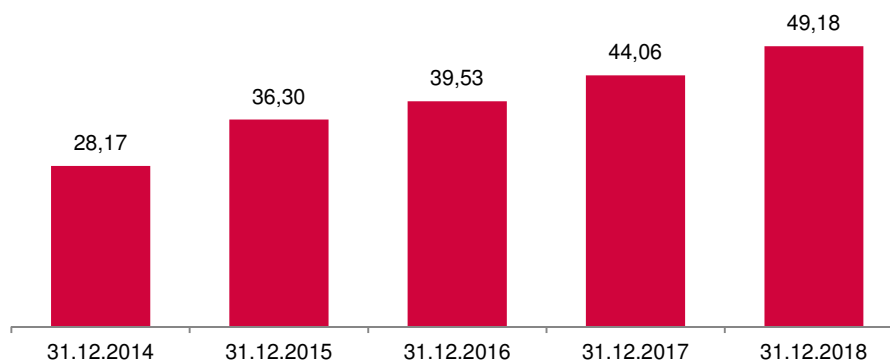
Mit Veröffentlichung der Prognoseanpassung im Dezember 2018 hat das USU-Management erstmals eine Prognose für das laufende Geschäftsjahr 2019 formuliert. Gemäß Unternehmensplanung werden Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 98 – 101 Mio. € erwartet und das bereinigte EBIT sollte überproportional auf 7,5 – 10,0 Mio. € zulegen. Umsatzseitig wird damit ein Wachstum in Höhe von 8,3 – 11,6 % in Aussicht gestellt, also ein durchaus gut zu erreichendes Wachstumsziel.

Zumal die Gesellschaft damit rechnet, dass zumindest ein Teil der aus dem vierten Quartal verschobenen Projekte mit US-amerikanischen Kunden in diesem Jahr zum Abschluss kommen sollten. Ob diese dann als Einzellizenzen oder als SaaS abgefragt werden, steht derzeit noch nicht fest. Damit sollten die internationalen Umsätze, als ein wichtiger strategischer Pfeiler des USU-Konzerns, wieder wichtige Impulse für das Umsatzwachstum beisteuern. Wichtig in diesem Zusammenhang ist es nochmals zu erwähnen, dass die Gesellschaft insbesondere für das Ausland Investitionen in Marketing und Vertrieb vorgenommen hat. Diesbezüglich wurden zu Beginn des laufenden Geschäftsjahres in Frankreich und in den USA neue renommierte Vertriebsleiter eingestellt, die ersten Auswirkungen werden jedoch erst im Laufe des Jahres sichtbar werden.

Parallel dazu sollte der eingeschlagene Wachstumspfad beim Inlandsgeschäft fortgesetzt werden. Neben der Einführung neuer Produkte, der Gewinnung neuer Kunden oder dem geplanten Ausbau des Bestandskundengeschäftes, sollte die Gesellschaft auch im Beratungssegment weiter ein starkes Wachstum verzeichnen. Laut Unternehmensangaben wird hier mit einer Fortsetzung der hohen Auslastung gerechnet, der in den vergangenen Berichtsperioden mit einem Ausbau der Beratermannschaft begegnet wurde.

Eine aussagekräftige Basis für den erwarteten Umsatzanstieg stellt dabei der konzernweite Auftragsbestand, welcher auf einen neuen Rekordwert von 49,18 Mio. € (31.12.17: 44,06 Mio. €) weiter zugelegt hat.

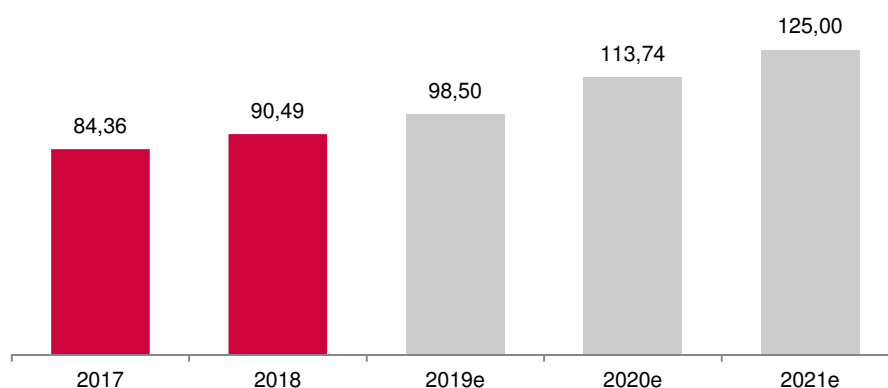
Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Bei den Umsatzprognosen orientieren wir uns an der Unternehmensguidance, lassen allerdings bei der mittelfristigen Guidance für das Jahr 2021, die für die Erreichung der erwarteten Umsätze in Höhe von 140,00 Mio. € ein anorganisches Wachstum in Höhe von 15,00 Mio. € einplant, die mögliche Akquisition außen vor. Daher rechnen wir für 2021 mit Umsätzen in Höhe von 125,00 Mio. €. Für 2019 orientieren wir uns an dem unteren Bereich der Prognosebandbreite.

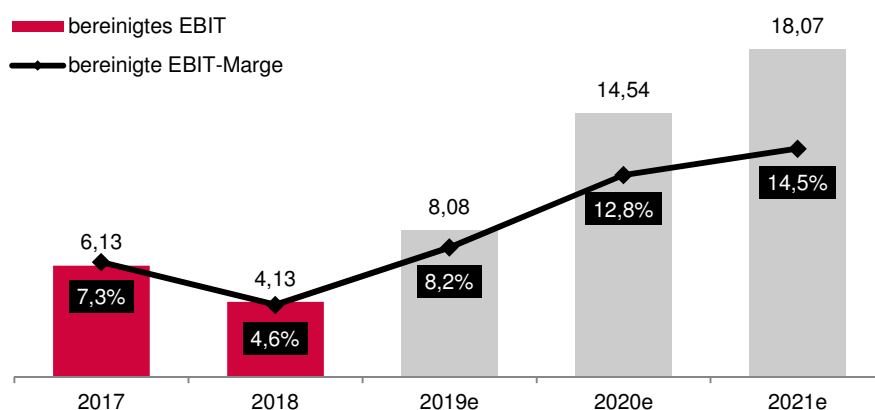
Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das laufende sowie für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einer unterproportionalen Kostenentwicklung. Einerseits sollten Aufwendungen einmaliger Natur, wie sie beispielsweise im Verwaltungsbereich, im Zusammenhang mit Verbesserungen der internen Strukturen angefallen sind, wegfallen. Andererseits sollten die intensiveren Marketingaufwendungen Früchte tragen und folglich, bei steigenden Umsätzen, nur noch unterproportional zulegen. Insofern ist die von der Gesellschaft ausgegebene Guidance für das bereinigte EBIT (7,5 – 10,0 Mio. €) sowie die mittelfristige Planung einer bereinigten EBIT-Marge von etwa 15,0 %, nachvollziehbar. Unsere Prognose des bereinigten EBIT ist daran angelehnt:

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



Quelle: GBC AG

Für das DCF-Bewertungsmodell haben wir eine Fortschreibung der 2021er Ergebnisprognosen vorgenommen und daher dient dieses Geschäftsjahr als Basis für die Stetigkeitsphase unseres Modells.

Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2019-2021 in Phase 1, erfolgt von 2022 bis 2026 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 15,4 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

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

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 %.**

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

Bewertungsergebnis

Das im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells ermittelte Kursziel beläuft sich auf 24,70 € und liegt damit geringfügig unterhalb des bisherigen Wertes von 24,95 €. Dabei waren die kurszielmindernden Effekte aus der leichten Reduktion der 2019er Prognosen sowie aus der Anpassung der langfristigen EBITDA-Marge auf 15,4 % (bisher: 16,5 %) stärker als der kurszielerhöhende Roll-Over-Effekt.

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	15,4%	ewige EBITA - Marge	14,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,2%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-1,6%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final
in Mio. EUR	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	Endwert
Umsatz (US)	98,50	113,74	125,00	131,25	137,81	144,70	151,94	159,54	
US Veränderung	8,9%	15,5%	9,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,97	2,30	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	2,55	
EBITDA	9,49	15,66	19,27	20,23	21,24	22,31	23,42	24,59	
EBITDA-Marge	9,6%	13,8%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	
EBITA	6,74	13,06	16,72	17,71	18,59	19,52	20,50	21,53	
EBITA-Marge	6,8%	11,5%	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	14,5%
Steuern auf EBITA	-2,02	-3,92	-5,02	-5,31	-5,58	-5,86	-6,15	-6,46	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	4,72	9,14	11,70	12,40	13,02	13,67	14,35	15,07	
Kapitalrendite	9,3%	18,8%	24,6%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	26,4%	27,7%
Working Capital (WC)	-1,50	-2,00	-2,00	-2,10	-2,21	-2,32	-2,43	-2,55	
WC zu Umsatz	-1,5%	-1,8%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	-1,6%	
Investitionen in WC	1,07	0,50	0,00	0,10	0,11	0,11	0,12	0,12	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	50,00	49,50	49,00	51,45	54,02	56,72	59,56	62,54	
AFA auf OAV	-2,75	-2,60	-2,55	-2,52	-2,65	-2,78	-2,92	-3,07	
AFA zu OAV	5,5%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Investitionen in OAV	-1,44	-2,10	-2,05	-4,97	-5,22	-5,48	-5,76	-6,05	
Investiertes Kapital	48,50	47,50	47,00	49,35	51,82	54,41	57,13	59,99	
EBITDA	9,49	15,66	19,27	20,23	21,24	22,31	23,42	24,59	
Steuern auf EBITA	-2,02	-3,92	-5,02	-5,31	-5,58	-5,86	-6,15	-6,46	
Investitionen gesamt	-1,12	-1,60	-2,05	-4,87	-5,12	-5,37	-5,64	-5,92	
Investitionen in OAV	-1,44	-2,10	-2,05	-4,97	-5,22	-5,48	-5,76	-6,05	
Investitionen in WC	1,07	0,50	0,00	0,10	0,11	0,11	0,12	0,12	
Investitionen in Goodwill	-0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	6,35	10,14	12,20	10,05	10,55	11,08	11,63	12,21	311,99

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	248,96	257,09
Barwert expliziter FCFs	58,92	53,11
Barwert des Continuing Value	190,03	203,98
Nettoschulden (Net debt)	-10,95	-16,90
Wert des Eigenkapitals	259,90	273,99
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	259,90	273,99
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,70	26,03

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,3%	6,3%	7,3%	8,3%	9,3%
25,7%	38,96	29,01	23,26	19,55	16,97
26,7%	40,35	29,98	23,98	20,11	17,42
27,7%	41,75	30,94	24,70	20,66	17,87
28,7%	43,14	31,91	25,41	21,22	18,31
29,7%	44,54	32,87	26,13	21,78	18,76

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 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 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 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.)

(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