



## **Researchstudie (Update)**

**USU Software AG**

# **USU**

**SaaS-Umsätze gewinnen weiter an Bedeutung,  
Positive Impulse aus dem Beratungssegment und Ausland  
erwartet, Umsatz- und Ergebnisprognosen bestätigt**

**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 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: 24,70 €  
(bisher: 24,70 €)

aktueller Kurs: 13,85  
27.05.19 / XETRA / 9:18 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 145,75  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 134,02  
<sup>3</sup> 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/

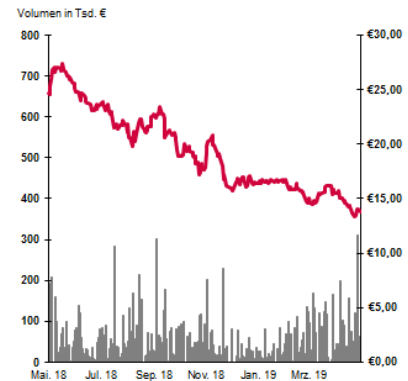
Knowledge Business

Mitarbeiter: 699 Stand: 31.03.2019

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
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	1,48	1,36	1,18	1,07
EV/EBIT	49,51	19,87	10,26	8,02
EV/bereinigtes EBIT	32,45	16,59	9,22	7,42
KGV	151,67	30,78	15,92	12,44
KBV	2,44			

### Finanztermine

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

02.04.2019: RS / 24,70 / KAUFEN

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

\*\* 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

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

## EXECUTIVE SUMMARY

- Die für Softwareunternehmen typische Transformationsphase, wonach derzeit eine sukzessive Umstellung von Einzellizenzverkäufen auf SaaS-Erlöse stattfindet, wird bei der USU Software AG auch im ersten Quartal 2019 ersichtlich. Demnach weisen die Lizenz Erlöse mit einem Anstieg in Höhe von 7,1 % auf 3,00 Mio. € (VJ: 2,80 Mio. €) zwar ein zufriedenstellendes Wachstum auf. Demgegenüber steht jedoch ein deutlich stärkerer Anstieg der Wartungs-/SaaS-Erlöse um 14,7 % auf 6,74 Mio. € (VJ: 5,87 Mio. €). Ein zunehmender Anteil der SaaS-Erlöse geht dabei zwar mit einem geringeren Umsatzniveau einher, eine Verstetigung der Erlösentwicklung erhöht jedoch den wiederkehrenden Charakter dieser. Dass die Gesamtumsätze der USU Software AG insgesamt um nur 4,6 % auf 21,98 Mio. € (VJ: 21,01 Mio. €) zugelegt haben, ist dabei auf die konstante Entwicklung der Beratungserlöse auf 12,13 Mio. € (VJ: 12,17 Mio. €) zurückzuführen.
- Trotz Umsatzanstiegs lag das bereinigte EBIT mit 0,16 Mio. € (VJ: 0,75 Mio. €) deutlich unter Vorjahresniveau. Als Vorbereitung für das erwartete Umsatzwachstum war die USU Software AG im aktuell sehr kompetitiven Umfeld für IT-Personal in der Lage, die Belegschaft weiter auszubauen. Zugleich ging dies mit einem Anstieg der operativen Kostenbasis einher, der im ersten Quartal 2019 eine nur unterproportionale Umsatzsteigerung gegenüber stand.
- Der starke Ergebnisrückgang ist aber nur als temporär anzusehen, insbesondere vor dem Hintergrund, wonach sich die operativen Kosten in den Folgequartalen konstant entwickeln dürften. Demgegenüber sollten die Umsatzerlöse, insbesondere getrieben durch ein wieder anziehendes Beratungsgeschäft sowie durch positive Impulse im Auslandsgeschäft, wieder deutlich zulegen und damit Skaleneffekte zum Tragen kommen. Gemäß Unternehmensangaben gibt es bereits konkrete Anhaltspunkte für eine Steigerung der Beratungsumsätze. Auch die zu Beginn des Jahres neu eingestellten Vertriebsmitarbeiter in den USA und Frankreich sollten im Jahresverlauf nennenswerte Umsätze generieren. Zudem ist damit zu rechnen, dass ein Teil der aus 2018 verschobenen Aufträge im laufenden Geschäftsjahr zum Konzernumsatz beitragen.
- Vor diesem Hintergrund hat das USU-Management die Umsatz- und Ergebnis-Guidance für 2019 (Umsatzerlöse: 98 – 101 Mio. €, bereinigtes EBIT: 7,5 – 10 Mio. €) sowie die Mittelfristplanung bestätigt. Auch wir bestätigen unsere Prognosen (siehe Researchstudie vom 02.04.19) und setzen weiterhin sowohl die Umsatz- als auch die Ergebnisprognose an den unteren Rand der Prognosebandbreite an. Weiterhin orientieren wir uns an der Mittelfristprognose (Umsatzerlöse 2021: 140 Mio. €), wobei wir das hierfür notwendige anorganische Wachstum in Höhe 15 Mio. € außen vor lassen. Bei der EBIT-Marge gehen wir von einer Annäherung an das USU-Margenziel von 15 % aus.
- Wir nehmen auch beim DCF-Bewertungsmodell keine Änderungen vor und bestätigen daher das Kursziel in Höhe von 24,70 €. Weiterhin vergeben wir das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

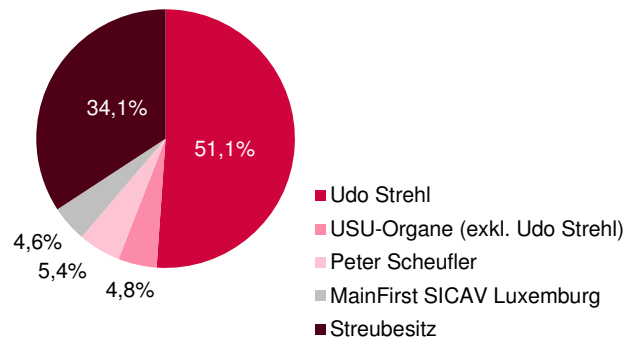
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung Q1 2019 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung Q1 2019 .....	5
Ergebnisentwicklung Q1 2019 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2019 .....	7
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>8</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>9</b>

## UNTERNEHMEN

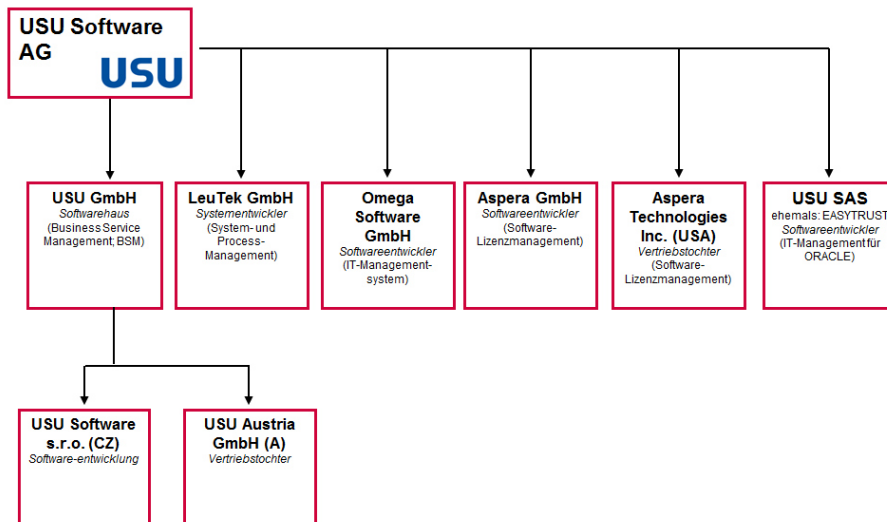
### Aktionärsstruktur

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

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q1 2019

GuV (in Mio. €)	Q1 2017	Q1 2018	Q1 2019
Umsatzerlöse	18,89	21,01	21,98
davon Wartungserlöse / SaaS	5,12	5,87	6,74
davon Lizenzerlöse	2,63	2,80	3,00
davon Beratungserlöse	10,88	12,17	12,13
EBIT	0,14	0,38	-0,18
EBIT-Marge	0,7%	1,8%	neg.
bereinigtes EBIT	0,69	0,75	0,16
bereinigte EBIT-Marge	3,6%	3,6%	0,7%
Nachsteuerergebnis	-0,12	0,47	-0,64

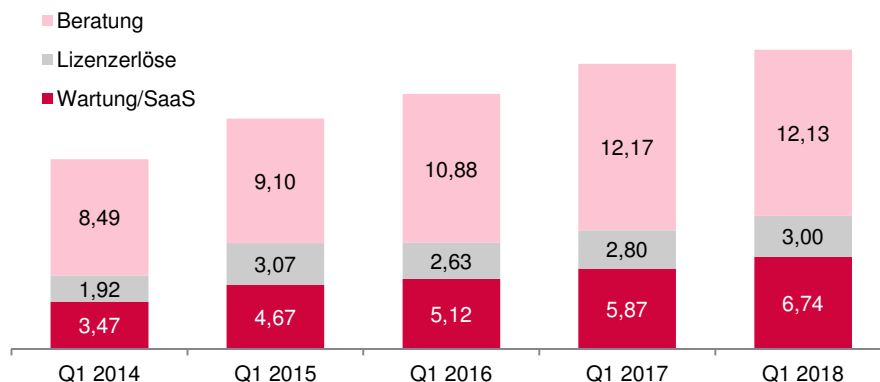
Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung Q1 2019

Im ersten Quartal 2019 wird bei der USU Software AG eine Fortsetzung der zuletzt eingeschlagenen Transformationsphase ersichtlich. Diese Transformationsphase geht dabei mit einer sukzessiven Verschiebung von Einmallizenzverträgen hin zu SaaS-Aufträgen einher, was gleich mehrere Auswirkungen hat. Da bei SaaS-Verträgen die Kundenzahlungen über die Vertragslaufzeit verteilt erfolgen, ergibt sich eine Verstetigung bei den Umsatzerlösen. Da jedoch die Einmalzahlungen beim Lizenzerwerb fehlen, liegt die damit stetigere Umsatzbasis zunächst auf einem vergleichsweise niedrigeren Niveau. Trotz der Tatsache, wonach dieser Effekt im ersten Quartal 2019 stärker zum Tragen gekommen ist, war die USU Software AG in der Lage, die Umsatzerlöse um 4,6 % auf 21,98 Mio. € (VJ: 21,01 Mio. €) zu steigern. Um die Unternehmens-Guidance sowie unsere Prognosen eines auf Gesamtjahresbasis erwarteten Umsatzwachstums in Höhe von 8,3 % - 11,6 % (90 – 101 Mio. €) zu erreichen, müsste die Wachstumsdynamik in den kommenden Quartalen aber zunehmen.

Der höhere Anteil an SaaS-Erlösen wird insbesondere anhand der deutlichen Steigerung der Wartungserlöse um 14,7 % auf 6,74 Mio. € (VJ: 5,87 Mio. €) sichtbar. Trotz einer Verschiebung des Geschäftes in den SaaS-Bereich weist die USU Software AG aber auch bei den Lizenzerlösen einen Anstieg in Höhe von 7,1 % auf 3,00 Mio. € (VJ: 2,80 Mio. €) auf. Lediglich die Beratungserlöse entwickelten sich mit 12,13 Mio. € (VJ: 12,17 Mio. €) nahezu konstant.

### Umsatzaufteilung nach Erlösgruppen (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

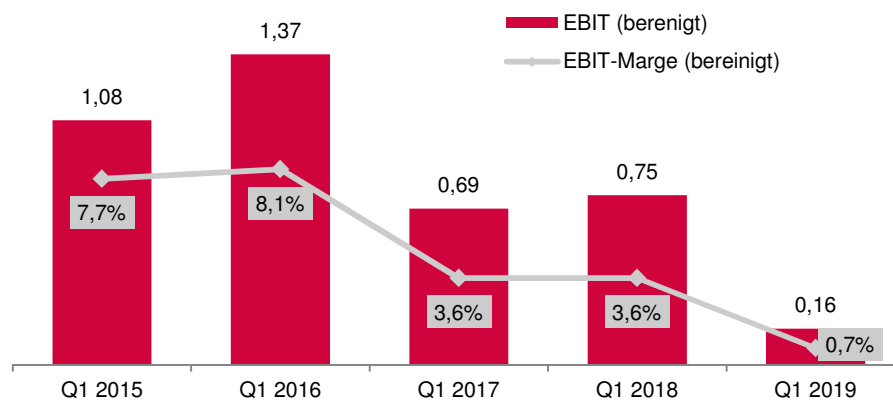
Das Gesamtumsatzwachstum basiert dabei auf das bestehende Kundengeschäft in Deutschland, es lassen sich jedoch auch erste positive Impulse in den USA erkennen.

Nach wie vor ist weist aber das Auslandsgeschäft der USU Software AG mit 5,40 Mio. € (VJ: 6,91 Mio. €) noch weitere Aufholpotenziale auf, insbesondere vor dem Hintergrund der im vierten Quartal 2018 verschobenen Aufträge.

## Ergebnisentwicklung Q1 2019

Trotz der erreichten Umsatzsteigerung lag das bereinigte EBIT mit 0,16 Mio. € (VJ: 0,75 Mio. €) unterhalb des Vorjahresniveaus. Für diese Entwicklung zeichnet sich, wie auch schon in den Vorperioden, der fortgesetzte Aufbau des Personalbestandes verantwortlich. Gemäß Unternehmensangaben wurde der Ausbau der Konzernbelegschaft auf 699 Mitarbeiter (VJ: 683 Mitarbeiter) insbesondere vor dem Hintergrund des erwarteten künftigen Unternehmenswachstums fortgesetzt. Angesichts der aktuell angespannten Lage am IT-Personalmarkt ist der erfolgte weitere Ausbau des Mitarbeiterstamms zwar als Erfolg zu werten, allerdings ging dies mit einer Ausweitung der operativen Kosten einher.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Gemäß Unternehmensangaben ist der starke Ergebnissrückgang lediglich als temporär anzusehen, wobei bereits eine Trendwende erkennbar ist. Die insgesamt gestiegenen operativen Kosten sollten sich in den Folgequartalen konstant entwickeln und auf Basis der erwartet steigenden Umsatzerlöse sollten zeitnah wieder steigende Ergebnisniveaus erreicht werden. Grundsätzlich hat die USU Software AG in den vergangenen Quartalen eine volatile Ergebnisentwicklung präsentiert, mit den deutlich höheren Ergebnisbeiträgen im zweiten Halbjahr.

Auch die USU Software AG ist von der Übernahme der neuen IFRS 16-Regelungen betroffen, wobei, gemäß Unternehmensangaben, die Effekte auf das EBIT bzw. auf das bereinigte EBIT gering ausfallen werden. Das EBITDA war aber, unserem Verständnis nach, um ca. 0,50 Mio. € positiv beeinflusst. Dieser Effekt wird jedoch im EBIT durch die um 0,53 Mio. € höheren Abschreibungen nahezu ausgeglichen. Zugleich war auch das Finanzergebnis nur marginal beeinträchtigt, so dass sich die IFRS 16-Auswirkungen auch auf das Nachsteuerergebnis in Grenzen halten.

Das negative Nachsteuerergebnis in Höhe von -0,64 Mio. € (VJ: 0,47 Mio. €) ist dabei einerseits eine Folge der dargestellten personalbedingten Kostensteigerungen sowie darüber hinaus auf Steueraufwendungen in Höhe von 0,45 Mio. € zurückzuführen. Im Vorjahr wurden insbesondere latente Steuererträge in Höhe von 0,15 Mio. € ausgewiesen.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2019

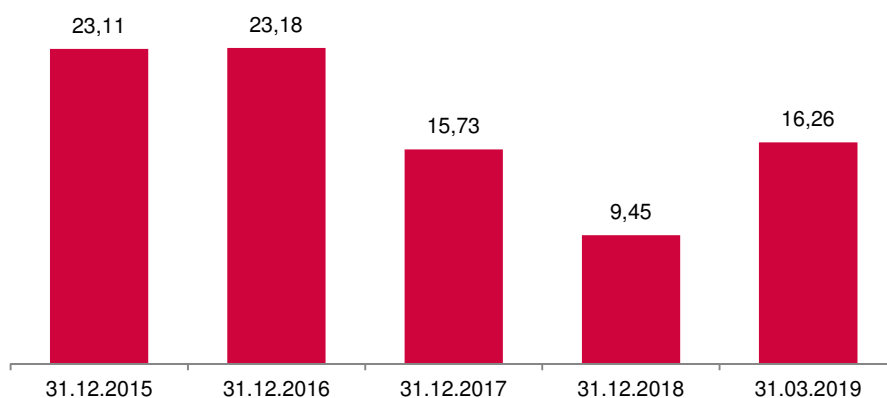
in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	31.03.2019
Eigenkapital (EK-Quote)	63,01 (63,4%)	59,67 (62,7%)	58,96 (58,5%)
Operatives Anlagevermögen	52,93	51,31	55,23
Working Capital	-2,01	-0,43	-8,00
Liquide Mittel	15,73	9,45	16,26
Cashflow - operativ	5,17	2,00	7,63
Cashflow - Investition	-8,23	-1,14	-0,32
Cashflow - Finanzierung	-4,21	-4,21	-0,53

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die erstmalige Anwendung von IFRS 16 und die daraus resultierende erstmalige Aktivierung von Leasingverhältnissen in Höhe von 4,27 Mio. € hat zu einer Bilanzverlängerung geführt. Als Gegenposition wurden auf der Passivseite entsprechende kurz- und langfristige Leasingverbindlichkeiten in Höhe von 4,28 Mio. € neu bilanziert. Bezogen auf das Eigenkapital, welches sich infolge des negativen Nachsteuerergebnisses leicht auf 58,96 Mio. € (31.12.18: 59,67 Mio. €) reduziert hat, geht dies mit einer Minderung der EK-Quote auf 58,5 % (31.12.18: 62,7 %) einher. Nach wie vor verfügt die Gesellschaft aber über eine überdurchschnittlich hohe EK-Ausstattung.

Ebenfalls überdurchschnittlich hoch ist der Liquiditätsbestand, welcher in den ersten drei Monaten deutlich auf 16,26 Mio. € (31.12.18: 9,45 Mio. €) zugelegt hat. Neben der Vereinnahmung von Zahlungen aus Wartungsverträgen, die typischerweise zu Jahresbeginn erfolgen, war die Gesellschaft in der Lage, durch ein aktives Forderungsmanagement, einen Rückgang ausstehender Rechnungen zu erreichen. Wie auch schon in den Vorjahren wurde im ersten Quartal damit ein überdurchschnittlich starker operativer Cashflow erzielt.

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Für die kommenden Quartale ist von einer „Normalisierung“ und damit von einem Anstieg des Working Capitals auszugehen, wodurch der operative Cashflow deutlich niedriger ausfallen sollte. Abzüglich der im dritten Quartal anstehenden Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. € sollten sich auch die liquiden Mittel etwas reduzieren. Nach wie vor verfügt aber die Gesellschaft über einen ausreichenden finanziellen Spielraum, um die anvisierte anorganische Geschäftsausweitung umsetzen zu können.



## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

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
<i>EBIT-Marge</i>	<i>3,0%</i>	<i>6,8%</i>	<i>11,5%</i>	<i>13,4%</i>
bereinigtes EBIT	4,13	8,08	14,54	18,07
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	<i>4,6%</i>	<i>8,2%</i>	<i>12,8%</i>	<i>14,5%</i>
Jahresüberschuss	0,96	4,74	9,16	11,72
EPS in €	0,09	0,45	0,87	1,11

Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung der Q1-Berichtes 2019 zeigt sich, dass die USU Software AG sowohl beim Umsatz aber insbesondere beim Ergebnis noch deutlich zulegen muss, um die bestätigte Unternehmens-Guidance zu erreichen. Unverändert wird dabei für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 98 – 101 Mio. € und einem bereinigten EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. € gerechnet. Wie auch in den Vorjahren gilt es hier herauszustellen, dass das erste Jahresquartal, von den operativen Kennzahlen her, in der Regel schwächer ausfällt als die anderen Quartale.

Gemäß Unternehmensangaben sollten insbesondere die Umsätze im Beratungsbereich, die sich im ersten Quartal noch seitwärts entwickelt hatten, wieder zeitnah auf den Wachstumspfad zurückkehren. Die Basis für das erwartete Umsatzwachstum, für welches es bereits konkrete Anhaltspunkte gibt, wurde mit einem Ausbau der Beratermannschaft gelegt. Darüber hinaus sollen die ergriffenen Vertriebsmaßnahmen bei den ausländischen Tochtergesellschaften (speziell USA und Frankreich) für ein überdurchschnittliches Wachstum der internationalen Umsätze sorgen. Diesbezüglich wurden zu Beginn des Jahres renommierte Vertriebsleiter eingestellt, eine Maßnahme, die sich erst zeitverzögert in den Zahlen widerspiegeln sollte. Zudem können die im vierten Quartal erfolgten Projektverschiebungen entweder als Einzellizenz oder SaaS-Lösung in diesem Jahr zu Aufträgen führen.

Vor diesem Hintergrund ist die Unternehmens-Guidance sowie darauf aufbauend unsere Schätzungen eines Umsatzwachstums in Höhe von 8,9 % auf 98,50 Mio. € weiterhin erreichbar. Auch die bestätigte Mittelfristplanung bis 2021 (Umsatzerlöse 140 Mio. €, wobei davon 15 Mio. € anorganisch), die wir als Orientierung für unsere Umsatzprognosen der Jahre 2020 und 2021 heranziehen, behält weiterhin die Gültigkeit.

Auf Basis des bereinigten EBIT sollte in den kommenden Quartalen eine Trendwende einsetzen. Hier spielen insbesondere Skaleneffekte vor dem Hintergrund einer Umsatzsteigerung eine wichtige Rolle. Nachdem der Aufbau des Personalbestandes zu einer überproportionalen Kostensteigerung geführt hatte, sollten sich die operativen Kosten vergleichsweise konstant entwickeln. Damit dürften sich Umsatzsteigerungen überproportional stark im operativen Ergebnis wiederfinden. Analog zu unseren unveränderten Umsatzschätzungen behalten wir unsere Prognose des bereinigten EBIT unverändert bei. Mit einem erwarteten bereinigten EBIT in Höhe von 8,08 Mio. € liegen wird dabei weiterhin am unteren Ende der Prognosebandbreite. In den kommenden Geschäftsjahren sollte sich die bereinigte EBIT-Marge an das USU-Margenziel von 15,0 % annähern. Da die IFRS 16-Effekte bei der USU Software AG keinen relevanten Einfluss auf das EBIT haben werden, müssen wir bei den EBIT-Prognosen diesbezüglich keine Anpassungen vornehmen.

Wir bestätigen damit auch unser DCF-Bewertungsmodell und das daraus resultierende Kursziel in Höhe von 24,70 €. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

## ANHANG

### I.

#### **Research unter MiFID II**

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

### II.

#### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.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 Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

### **§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

### **§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

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

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

Sonstiger 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®**  
**- 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)