



## **Researchstudie (Anno)**

**USU Software AG**

# **USU**

**Grundlage für weiteres Unternehmenswachstum gelegt,  
Zweistelliges Umsatzwachstum und Margenverbesserungen  
erwartet, Kursziel leicht angehoben**

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

### KAUFEN

Kursziel: 27,00 €  
(bisher: 25,00 €)

aktueller Kurs: 21,40  
06.04.2018 / XETRA-  
Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 225,21  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 213,12  
<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 Interes-  
senskonflikte auf Seite 18

### Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business

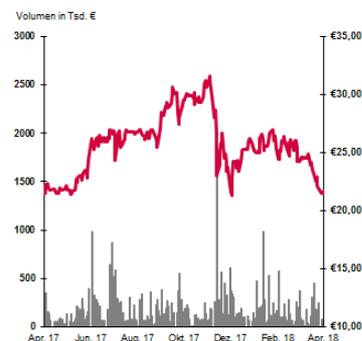
Mitarbeiter: 668 Stand: 31.12.2017

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	2,53	2,25	2,00	1,78
EV/EBITDA	31,17	20,33	14,39	11,97
EV/EBIT	66,14	27,75	17,67	14,01
EV/bereinigtes EBIT	34,77	22,53	15,57	12,77
KGV	66,89	36,90	26,63	21,12
KBV	3,57			

### Finanztermine

24.05.18: Q1-Bericht 2018  
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  
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  
12.01.2017: 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

- Auf Umsatzebene hat die USU Software AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2017 mit 84,36 Mio. € (VJ: 72,10 Mio. €) einen neuen Rekordwert aufgestellt. Der Umsatzanstieg in Höhe von 17,0 % ist dabei sowohl eine Folge der organischen Umsatzausweitung als auch auf den erstmaligen Einbezug der in 2017 neu erworbenen Gesellschaften unitB technology GmbH und USU SAS (vor der Umfirmierung: EASY-TRUST SAS) zurückzuführen. Trotz eines belastenden Effektes aus der zunehmenden Umstellung auf SaaS-Lösungen, wodurch es zu einer gleichmäßigeren Verteilung der Umsätze kommt, war die Gesellschaft in der Lage die zuletzt angepassten Prognosen zu erreichen.
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr verzeichnete die USU Software AG eine deutliche Ausweitung der operativen Kostenbasis. Diese ist einerseits auf eine Forcierung der Vertriebsbemühungen im Ausland zurückzuführen, was einen entsprechenden Ausbau der Vertriebsmannschaften oder eine höhere Präsenz auf Messen oder Veranstaltungen nach sich gezogen hatte. Darüber hinaus hat die Integration der neu erworbenen Gesellschaften, neben den angefallenen einmaligen Transaktionskosten, entsprechende Aufwendungen nach sich gezogen, so dass die operativen Kosten insgesamt überproportional zugelegt haben. Das EBIT lag mit 3,22 Mio. € folglich deutlich unterhalb des Vorjahreswertes in Höhe von 8,30 Mio. €. Das um akquisitionsbedingte Aufwendungen bereinigte EBIT lag mit 6,13 Mio. € (VJ: 9,61 Mio. €) erwartungsgemäß ebenfalls unterhalb dem Vorjahreswert und reihte sich am unteren Ende der von der Gesellschaft im 9-Monatsbericht angepassten Unternehmens-Guidance (bereinigtes EBIT: 6-8 Mio. €).
- Das abgelaufene Geschäftsjahr stufen wir als Übergangsjahr ein, in dem die Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum gelegt wurde. Einerseits hat die Gesellschaft sowohl auf personeller Basis als auch auf Produktebene die Grundlage für ein überproportionales Auslandswachstum gelegt, welches nahezu ausschließlich im margenstarken Produktbereich erreicht werden wird. Darüber hinaus hat die USU Software AG mit dem Erwerb der beiden Gesellschaften die anorganische Wachstumsstrategie weiter forciert. Weiteres anorganisches Wachstum ist angesichts der nach wie vor guten Liquiditätsausstattung (liquide Mittel: 15,73 Mio. €) kurzfristig möglich.
- Die USU Software AG hat mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes erstmalig Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2018 publiziert. Auf Umsatzebene rechnet der Vorstand mit dem Erreichen einer Bandbreite von 93 - 98 Mio. € und erwartet ein bereinigtes EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. €. Die Mittelfristprognose eines Konzernumsatzes in Höhe von 140 Mio. € bei einer bereinigten EBIT-Marge in Höhe von 15 % wurde erneuert, allerdings auf das Geschäftsjahr 2021 um ein Jahr nach hinten verschoben.
- In unseren Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir uns an die Unternehmens-Guidance orientiert und rechnen daher für die kommenden Geschäftsjahre mit einer jeweils zweistelligen Wachstumsrate bei den Umsätzen und einer sukzessiven Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge. Beim operativen Ergebnis rechnen wir mit einer überproportionalen Entwicklung vor allem aufgrund einer zunehmenden Bedeutung des margenstarken Produktgeschäftes sowie des Wegfalls der in 2017 angefallenen Sonderaufwendungen.
- Im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 27,00 € (bisher: 25,00 €) ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau ergibt sich derzeit ein Kurspotenzial in Höhe von 26,1 % und daher vergeben wir das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

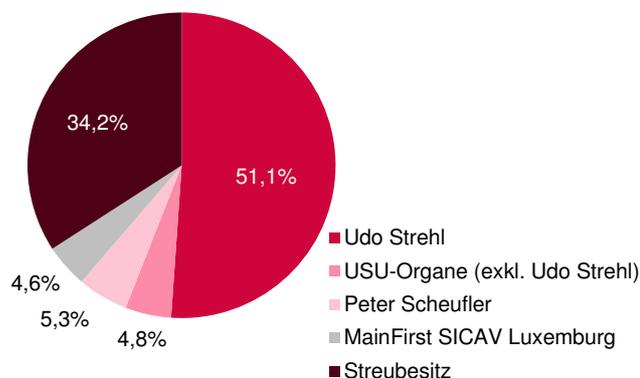
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Produkte .....	4
Business- und IT-Servicemanagement .....	5
Software-Lizenzmanagement .....	5
Business Service Monitoring .....	5
Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions .....	5
Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions .....	6
Referenzkunden .....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
<b>Unternehmensentwicklung .....</b>	<b>8</b>
Kennzahlen im Überblick .....	8
Geschäftsentwicklung 2017 .....	9
Umsatzentwicklung 2017 .....	9
Ergebnisentwicklung 2017 .....	10
Vergleich operative Entwicklung zu den GBC-Prognosen .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017 .....	12
<b>Prognose und Bewertung .....</b>	<b>13</b>
Umsatz- und Ergebnisprognosen 2018-2020 .....	14
Bewertung .....	15
Modellannahmen .....	15
Bestimmung der Kapitalkosten .....	15
Bewertungsergebnis .....	15
DCF-Modell .....	16
<b>Anhang .....</b>	<b>17</b>

## UNTERNEHMEN

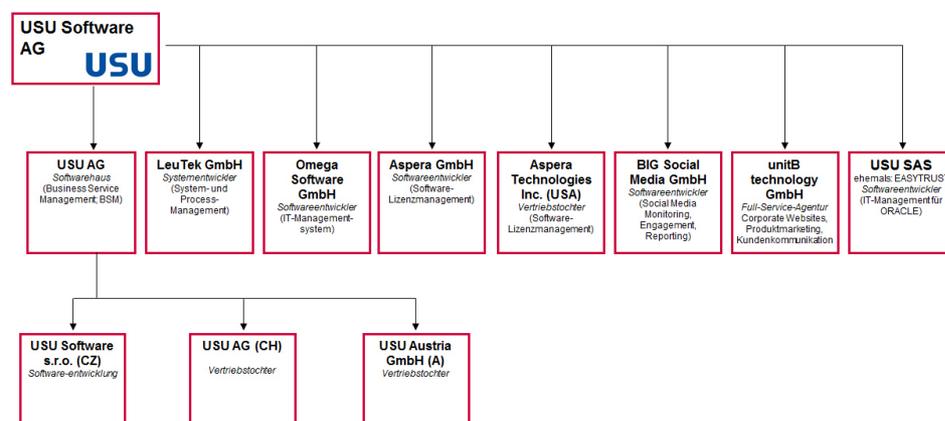
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl	51,1%
USU-Organe (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

Der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe (kurz: USU) umfasst derzeit elf 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 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 Valuemation dar. Dabei ermöglicht Valuemation 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 Valuemation, 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 Valuemation.

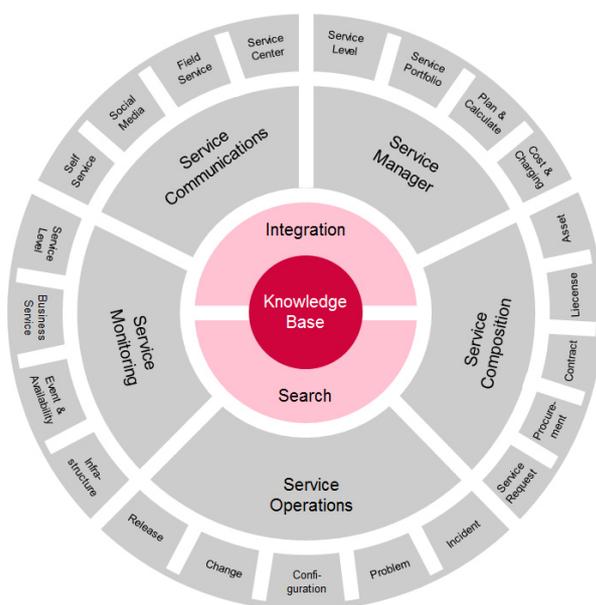
### ***Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions***

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

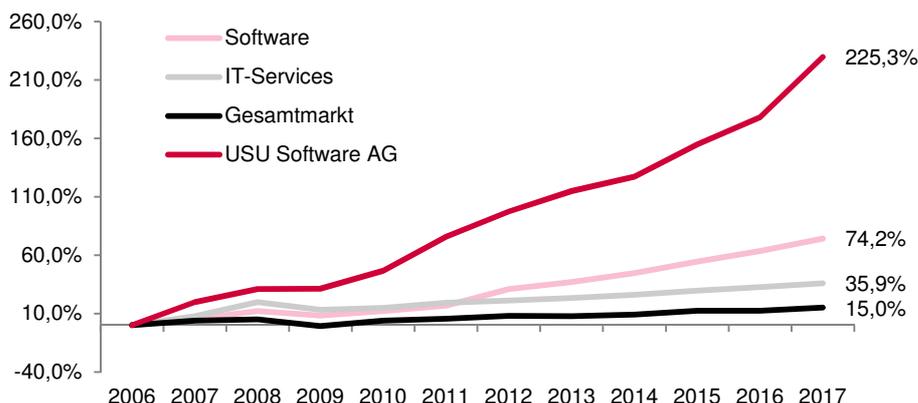
Quelle: USU Software AG; GBC AG

## MARKT UND MARKTUMFELD

Wie auch schon im Vorjahr ist der anhaltende Digitalisierungstrend (digitale Transformation) eines der prägenden Faktoren der IT- und Telekommunikationsbranche (ITK), die gemäß aktuellen BITKOM-Marktdaten in 2017 um insgesamt 2,2 % auf 161,3 Mrd. € weiter gewachsen ist. Besonders dynamisch legten die Umsätze im Software-Segment zu, welche gegenüber dem Vorjahr um 6,5 % auf rund 23 Mrd. € angestiegen sind. Auch der Bereich IT-Dienstleistungen (Projektgeschäft, IT-Beratung), der zweite für die USU Software AG wichtige Bereich, entwickelte sich mit einem Wachstum in Höhe von 2,4 % auf 39 Mrd. € stärker als der Gesamtmarkt.

Die dynamische Entwicklung dieser beiden ITK-Teilsegmente zeigt, dass der Digitalisierungstrend alle Wirtschaftsbereiche erreicht hat. Die Grundlage hierfür wurde, nach Angaben von BITKOM, bereits mit der flächendeckenden Einführung von Cloud Computing gelegt, womit die Basis für weitere Digitalisierungsschritte gelegt wurde. Für 2018 werden für beide ITK-Bereiche ähnlich hohe Wachstumsraten erwartet.

### Umsatzwachstum USU Software AG vs. relevante Teilmärkte



Quelle: BITKOM; GBC AG

Die USU Software AG weist, auch angesichts der dynamischen Entwicklung der relevanten Teilmärkte, ein überproportionales Wachstum auf. Das in 2017 erreichte Umsatzwachstum in Höhe von 17,0 % ist dabei ein Ausdruck eines weiteren Gewinns von Marktanteilen und ist zudem auf anorganische Effekte als auch auf das internationale Wachstum der USU-Gruppe zurückzuführen. Hier ist die auf Lizenzmanagement spezialisierte Tochtergesellschaft Aspera zu erwähnen, welche insbesondere in den USA deutliche Zuwächse verzeichnet hat. Der US-amerikanische Markt für Softwarepublisher erweist sich dabei als besonders wachstumsstark. So kletterten die Softwareumsätze in 2017 um 10,2 % gegenüber dem Vorjahr, was im Vergleich zu der Entwicklung der deutschen Branche deutlich dynamischer war.

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 2016	GJ 2017	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e
Umsatzerlöse	72,10	84,36	94,91	106,77	119,58
Herstellungskosten	-32,28	-38,84	-43,66	-48,31	-53,57
<b>Bruttoergebnis vom Umsatz</b>	<b>39,82</b>	<b>45,52</b>	<b>51,25</b>	<b>58,46</b>	<b>66,01</b>
Marketing- und Vertriebskosten	-13,35	-17,23	-18,09	-18,68	-20,63
Allgemeine und Verwaltungskosten	-6,69	-9,34	-9,80	-10,46	-11,36
Forschungs- und Entwicklungskosten	-11,28	-13,82	-14,51	-16,02	-17,94
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen	-1,22	-2,20	-1,48	-1,33	-1,18
sonstige betriebliche Erträge	1,26	1,02	0,65	0,50	0,56
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,25	-0,73	-0,34	-0,40	-0,25
<b>EBIT</b>	<b>8,30</b>	<b>3,22</b>	<b>7,68</b>	<b>12,06</b>	<b>15,21</b>
Zinserträge	0,27	0,09	0,10	0,12	0,12
Zinsaufwendungen	-0,26	-0,20	-1,00	-0,10	-0,10
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>8,31</b>	<b>3,11</b>	<b>6,78</b>	<b>12,08</b>	<b>15,23</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,53	0,25	-0,68	-3,62	-4,57
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>6,78</b>	<b>3,37</b>	<b>6,10</b>	<b>8,46</b>	<b>10,66</b>
EBITDA	10,78	6,84	10,48	14,81	17,81
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>15,0%</i>	<i>8,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>13,9%</i>	<i>14,9%</i>
EBIT	8,30	3,22	7,68	12,06	15,21
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>11,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,7%</i>
bereinigtes EBIT	9,61	6,13	9,46	13,69	16,69
<i>In % der Umsatzerlöse</i>	<i>13,3%</i>	<i>7,3%</i>	<i>10,0%</i>	<i>12,8%</i>	<i>14,0%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,64	0,32	0,58	0,80	1,01
Dividende je Aktie in €	0,40	0,40	0,40	0,50	0,55
Aktienzahl in Mio. Stück	10,52	10,52	10,52	10,52	10,52

Quelle: USU Software AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2017

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017
Umsatzerlöse	66,09	72,10	84,36
davon Produkt	52,51	57,14	64,53
davon Service	13,58	14,79	19,70
EBITDA	9,88	10,78	5,27
EBITDA-Marge	14,9%	15,0%	6,2%
EBIT	7,59	8,30	3,22
EBIT-Marge	11,5%	11,5%	3,8%
bereinigtes EBIT	8,79	9,61	6,13
bereinigte EBIT-Marge	13,3%	13,3%	7,3%
Jahresüberschuss	8,38	6,78	3,37
EPS in €	0,80	0,64	0,32

Quelle: USU Software AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2017

Nachdem im vierten Quartal 2017 mit Umsatzerlösen in Höhe von 25,45 Mio. € ein neuer Quartalsrekordwert erzielt wurde, hat die USU Software AG auch auf Gesamtjahresbasis 2017 mit einem Anstieg in Höhe von 17,0 % auf 84,36 Mio. € (VJ: 72,10 Mio. €) ein neues Umsatzrekordniveau erreicht. Das Umsatzwachstum in Höhe von 12,26 Mio. € ist dabei sowohl organischen Ursprungs (5,82 Mio. €) sowie in Höhe von 6,44 Mio. € den in 2017 neu erworbenen Gesellschaften zuzuschreiben. Die USU Software AG hatte im Januar 2017 die in Berlin ansässige unitB technology GmbH und im Mai 2017 die in Paris ansässige EASYTRUST SAS (in USU SAS umfirmiert) erworben. Auf Umsatzebene gibt das abgelaufene Geschäftsjahr damit ein gutes Bild zur Unternehmensstrategie ab, welche sowohl organische als auch anorganische Wachstumsbestandteile vorsieht.

Die Umsatzerlöse in Höhe von 84,36 Mio. € liegen innerhalb der von der Gesellschaft zum 9-Monatsbericht 2017 angepassten Umsatzprognosen (USU-Prognose: 83-86 Mio. €). Ein belastender Umsatzeffekt ergibt sich dabei aus einer verstärkten Nachfrage nach SaaS-Lösungen gegenüber einer rückläufigen Nachfrage nach Einzellizenzlösungen. Dadurch kommt es zu einer gleichmäßigeren Verteilung der Umsätze über die Vertragslaufzeit hinweg, was jedoch für die Zukunft ein höherer Sockel an wiederkehrenden Erträgen bedeutet.

## Segmentaufteilung der Umsätze (in Mio. €)



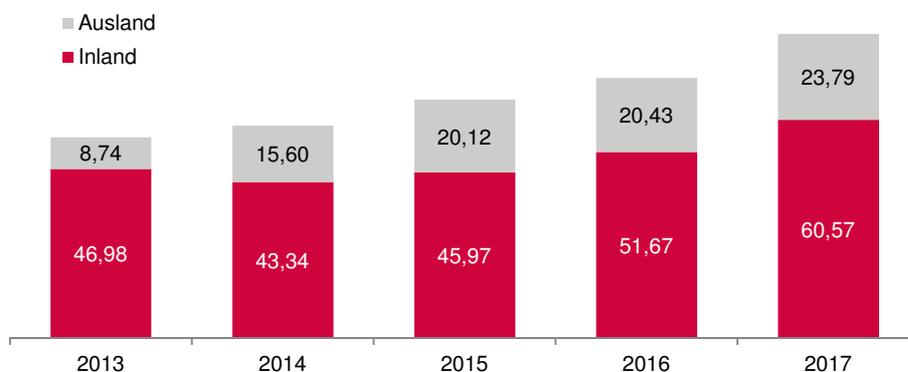
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Beide Berichtssegmente „Produkt“ und „Service“ trugen gleichermaßen zum Umsatzanstieg bei, wobei das Umsatzwachstum im Servicesegment nahezu ausschließlich der erstmaligen Integration der unitB technology GmbH (Umsatzbeitrag: 3,86 Mio. €) zuzuordnen ist. Ohne anorganische Effekte hätten die Umsätze im Servicesegment noch ein

Umsatzwachstum in Höhe von 7,1 % auf 15,84 Mio. € erreicht. Das im Produktsegment um 7,39 Mio. € höhere Umsatzniveau ist dabei maßgeblich organischer Natur, nachdem die hier erstmals integrierte USU SAS Umsatzerlöse in Höhe von 1,96 Mio. € erzielt hatte. Sowohl die Wartungserlöse (hier sind die SaaS-Umsätze enthalten) als auch die Lizenzerlöse setzten innerhalb des Produktsegments den Wachstumskurs fort.

Zwar verzeichneten die internationalen Umsätze, insbesondere zum Jahresende hin, aufgrund einer erhöhten Nachfrage aus den USA oder in den sonstigen von den USA aus betreuten Auslandsmärkten einen deutlichen Umsatzzuwachs um 3,36 Mio. bzw. in Höhe von 16,4 %. Die inländischen Umsätze legten jedoch mit 8,90 Mio. € bzw. 17,2 % deutlich stärker zu. Künftig erwartet die Gesellschaft, insbesondere als Folge der erhöhten Vertriebsbemühungen im Ausland, eine überproportionale Entwicklung der im Ausland erwirtschafteten Umsätze.

### Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)

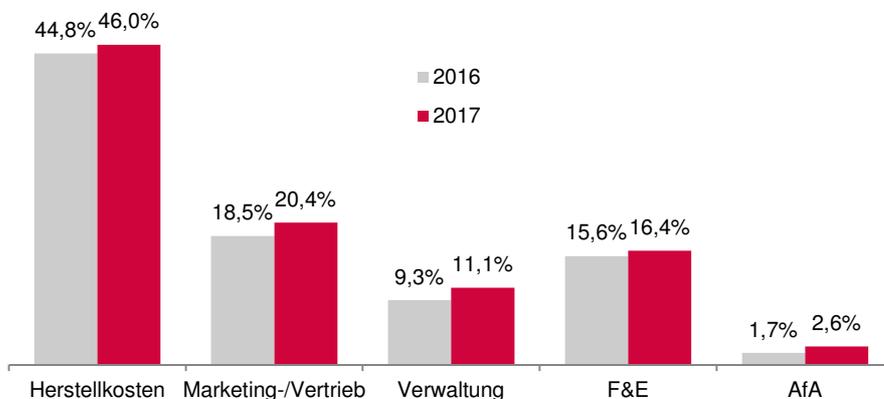


Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung 2017

Trotz des deutlich erhöhten Umsatzniveaus lag das EBIT mit 3,22 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahreswertes in Höhe von 8,30 Mio. €. Der dazugehörige Anstieg der operativen Kosten lässt sich, gemäß Unternehmensangaben, unter dem Oberbegriff „Grundlage für weiteres Unternehmenswachstum“ zusammenfassen:

### Operative Kostenquoten



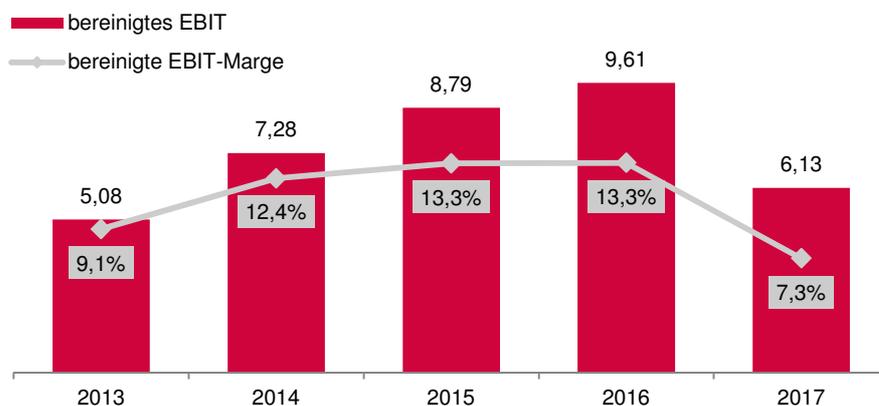
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Demnach hatte die USU Software AG in 2017 eine deutliche Intensivierung der Vertriebsbemühungen im Ausland, mit entsprechendem Ausbau der Vertriebsmannschaften (zzgl. höherer Präsenz auf Messen/Veranstaltungen), umgesetzt. Die Marketing- und

Vertriebskosten legten vor diesem Hintergrund um 29,1 % deutlich stärker als das Umsatzwachstum zu. Im Bereich der Verwaltungsaufwendungen sowie der Herstellungskosten wird der erhöhte Personalbestand auf durchschnittlich 660 (31.12.16: 528), als Vorbereitung auf das weitere Unternehmenswachstum, ersichtlich. Hier sind zudem die neu hinzugekommenen Mitarbeiter der erworbenen Tochtergesellschaften sowie die entsprechenden Integrationsaufwendungen ebenfalls abgebildet. Die Produktintegration sowie die planmäßige Weiterentwicklung der verschiedenen Softwaremodule hatten zudem einen überproportionalen Anstieg im F&E-Bereich zur Folge.

Die Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Goodwill legten einerseits aufgrund der neu hinzugekommenen Vermögenswerte (PPA-AfA) sowie andererseits aufgrund einer außerordentlichen Goodwill-Abschreibung in Höhe von 0,80 Mio. € für die B.I.G. Social Media GmbH deutlich auf 2,20 Mio. € (1,22 Mio. €) zu. Die Gesellschaft weist dabei ein um diese Effekte bereinigtes EBIT aus. Auch das bereinigte EBIT lag mit 6,13 Mio. € (VJ: 9,61 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes, was insbesondere auf den Personalaufbau sowie auf den forcierten Vertriebsbemühungen zurückzuführen ist.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das Nachsteuerergebnis in Höhe von 3,37 Mio. € (VJ: 6,78 Mio. €) war von einem steuerlichen Sondereffekt positiv geprägt. Durch die Aktivierung latenter Steuern weist die Gesellschaft einen Steuerertrag in Höhe von 0,25 Mio. € (VJ: -1,53 Mio. €) aus, was sich entsprechend positiv auf das Nachsteuerergebnis ausgewirkt hatte.

#### Vergleich operative Entwicklung zu den GBC-Prognosen

in Mio. €	GBC-Prognosen 2017	Abweichung	GJ 2017 (as reported)
Umsatzerlöse	85,52	-1,4%	84,36
EBIT (bereinigt)	7,03	-12,8%	6,13
Jahresüberschuss	4,84	-30,4%	3,37

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Während die Umsätze der USU Software AG im Rahmen unserer Erwartungen (siehe Researchstudie vom 04.12.17) lagen, hatten wir auf Ergebnisebene ein höheres Niveau erwartet. Wir hatten insbesondere die zusätzlichen Aufwendungen im Vertriebs- und Marketingbereich sowie bei den F&E-Kosten nicht in der Höhe antizipiert. Diese Kosten dürften sich im laufenden Geschäftsjahr, vor dem Hintergrund der erwarteten höheren Umsätze aber wieder relativieren und damit normalisieren.

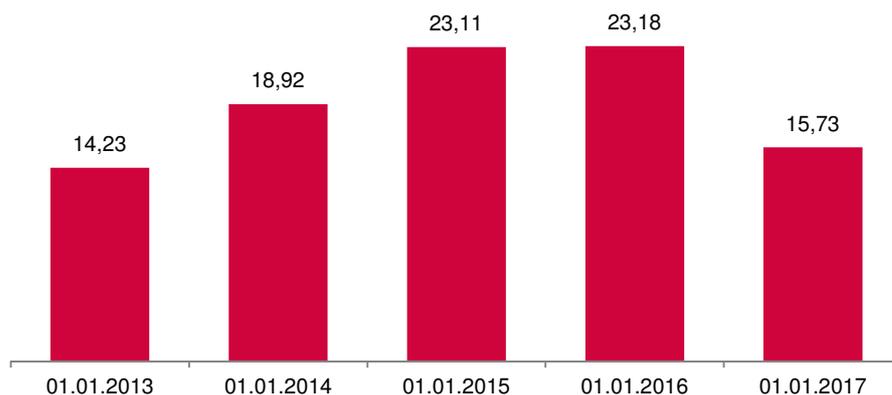
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.12.2017

in Mio. €	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017
Eigenkapital	60,79	63,62	63,01
EK-Quote (in %)	68,2%	69,2%	63,4%
Operatives Anlagevermögen	45,09	43,82	52,93
Working Capital	-8,68	-4,37	-2,01
Liquide Mittel	23,11	23,18	15,73
Cashflow - operativ	12,15	5,13	5,17
Cashflow - Investition	-4,90	-1,18	-8,23
Cashflow - Finanzierung	-6,38	-3,88	-4,21

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das Bilanzbild der USU Software AG war im vergangenen Geschäftsjahr insbesondere vom Erwerb der unitB und USU SAS geprägt. Nach der nun erfolgten finalen Kaufpreisallokation stiegen in diesem Zusammenhang die immateriellen Vermögenswerte auf 49,67 Mio. € (31.12.16: 41,00 Mio. €) weiter an, wobei der überwiegende Teil des Anstiegs beim Goodwill stattgefunden hat.

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Flankierend hierzu hatte der Liquiditätsabgang für die Kaufpreiszahlung für beide Gesellschaften sowie die in 2017 erfolgte Dividendenausschüttung einen deutlichen Rückgang der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 15,73 Mio. € (31.12.16: 23,18 Mio. €) zur Folge. Nach wie vor stufen wir aber die Liquiditätsausstattung der Gesellschaft als ausreichend ein, um auch weitere mögliche Akquisitionen vornehmen zu können. Da die USU Software AG über keinerlei Bankverbindlichkeiten verfügt, könnten hier sogar für einen größeren Erwerb kurzfristig Bankfinanzierungen in Anspruch genommen werden. Aufgrund der traditionell hohen Liquiditätszuflüsse aus dem operativen Geschäft, ist dies jedoch ein nur theoretisches Szenario. So belief sich der operative Cashflow in 2017 mit 5,17 Mio. € (VJ: 5,13 Mio. €) in etwa auf dem Niveau des bereinigten EBIT. Angesichts einer erwarteten Ergebnissteigerung sollte auch der Liquiditätszufluss aus dem operativen Geschäft in den kommenden Geschäftsjahren tendenziell zulegen.

Der Liquiditätsabfluss für den Erwerb der neuen Tochterunternehmen lag in 2017 bei 7,13 Mio. €. Lediglich für die unitB wurde eine Earn-Out-Komponente (Fällig Ende März 2019) in Höhe von maximal 0,90 Mio. € vereinbart.

## PROGNOSE UND BEWERTUNG

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

Das abgelaufene Geschäftsjahr stufen wir als Übergangsjahr ein, in dem die Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum gelegt wurde. Einerseits hatte die Gesellschaft mit dem Ausbau der Vertriebsmannschaft sowie der Forcierung der Marketingaktivitäten im Ausland, die Basis für das weitere internationale Unternehmenswachstum gelegt. Hierfür unterstützend dürfte sich auch der Erwerb der in Paris ansässigen USU SAS auswirken. Darüber hinaus hat die Gesellschaft mit der Einführung des Knowledge Management in den Auslandsmärkten auch auf Produktebene nachgezogen, um insbesondere in den USA ein dynamisches Wachstum zu erreichen. Insofern gehen wir davon aus, dass die Internationalisierungsstrategie sich relativ zeitnah materialisieren sollte und entsprechend steigende Umsatzbeiträge leisten sollte.

Auch bei der anorganischen Wachstumsstrategie liegt die USU Software AG durch die Akquisition der beiden neuen Tochtergesellschaften im Soll. In Summe steigerte sich das Umsatzniveau des USU-Konzerns durch den erstmaligen Einbezug der unitB und der USU SAS um 5,83 Mio. €, wobei die USU SAS nicht ganzjährig einbezogen war und dementsprechend in 2018 ein leichter Basiseffekt sichtbar werden sollte. Für das Erreichen der Mittelfristplanung, die für das Geschäftsjahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 140,0 Mio. € vorsieht, müsste die Gesellschaft weitere Unternehmensakquisitionen tätigen. Unseres Erachtens müsste bis dahin der weitere anorganische Umsatzbeitrag bei ca. 10,0 Mio. € liegen. Wie in den vergangenen Geschäftsjahren bereits unter Beweis gestellt, war die Gesellschaft in der Lage, attraktive Akquisitionsziele zu identifizieren und den Erwerb zu finanzieren. Mit einem Liquiditätsbestand in Höhe von 15,73 Mio. € verfügt der USU-Konzern über eine ausreichend hohe Liquidität, um kurzfristige Opportunitäten wahrnehmen zu können.

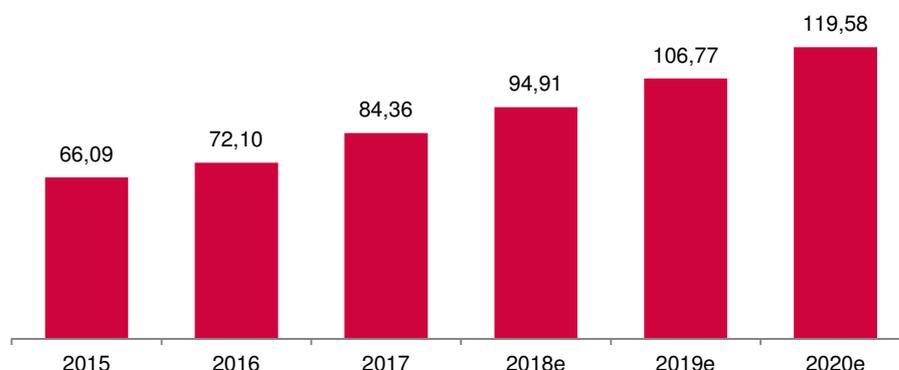
Die USU Software AG hat mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2017 erstmalig Prognosen für das laufende Geschäftsjahr 2018 publiziert. Auf Umsatzebene rechnet der Vorstand mit dem Erreichen einer Bandbreite von 93 - 98 Mio. € und erwartet ein bereinigtes EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. €. Schon alleine aus der Tatsache begründet, dass die aus dem Belegschaftsausbau sowie aus den erhöhten Marketingaufwendungen ausgeweitete Kostenbasis von der erwarteten Umsatzerhöhung überkompensiert werden sollte, rechnen wir mit einem Anstieg der Ergebnismargen. Hinzu kommt ein Wegfall der transaktionsbedingten Kosten sowie der Integrationsaufwendungen im Zusammenhang mit dem Erwerb der beiden Gesellschaften, was sich zusätzlich in einer Verbesserung der Ergebnismarge manifestieren sollte. Die Mittelfristprognose eines Konzernumsatzes in Höhe von 140 Mio. € bei einer bereinigten EBIT-Marge in Höhe von 15 % wurde erneuert, allerdings auf das Geschäftsjahr 2021 um ein Jahr nach hinten verschoben.

Nicht außer Acht lassen sollte man den konzernweiten Auftragsbestand, welcher mit 44,06 Mio. € (VJ: 39,53 Mio. €) eine gute Grundlage für die Zielerreichung des laufenden Geschäftsjahres darstellt.

## Umsatz- und Ergebnisprognosen 2018-2020

Bei der Ausformulierung unserer Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir uns an die Unternehmens-Guidance orientiert, die sich, zumindest in den vergangenen Geschäftsjahren als sehr aussagekräftig erwiesen hat. Das Verfehlen der Ergebnisprognose bei einer gleichzeitigen Erfüllung der Umsatz-Guidance im abgelaufenen Geschäftsjahr ist dabei auf die bereits dargestellten Sondereffekte zurückzuführen gewesen. Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr sowie für die kommenden Geschäftsjahre mit einer jeweils zweistelligen Wachstumsrate bei den Umsatzerlösen. In erster Linie sehen wir hier sowohl im Inland als auch im Ausland ein überproportionales Wachstum des margenstarken Produktegeschäftes, als Folge der verstärkten Vertriebsbemühungen sowie der Ausweitung der Produktpalette im In- und Ausland. Mögliche anorganische Effekte sind in unseren Prognosen nicht berücksichtigt.

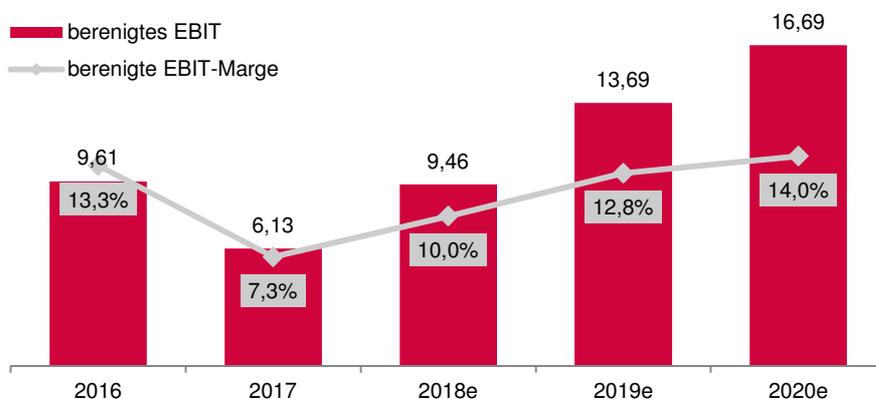
### Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Beim operativen Ergebnis rechnen wir mit einer überproportionalen Entwicklung, vor allem aufgrund einer zunehmenden Bedeutung des margenstarken Produktgeschäftes und des Wegfalls der in 2017 angefallenen Sonderaufwendungen. Die Gesellschaft sollte sich auf Basis des bereinigten EBIT in den kommenden Geschäftsjahren auf die anvisierte Zielgröße von 15,0 % (bis 2021) bewegen.

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



Quelle: GBC AG

Die Prognosen für das Geschäftsjahr 2020 haben wir dabei, unter Berücksichtigung der USU-Mittelfristprognose, als Grundlage für unser DCF-Bewertungsmodell herangezogen.

## **Bewertung**

### ***Modellannahmen***

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017-2020 in Phase 1, erfolgt von 2021 bis 2025 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 16,5 % 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***

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells errechnete faire Unternehmenswert beläuft sich auf 284,15 Mio. €, was einem fairen Wert von 27,00 € je Aktie (bisher: 25,00 €) entspricht. Die leichte Kurszielanhebung basiert in erster Linie auf einen so genannten Roll-Over-Effekt, im Rahmen dessen das Geschäftsjahr 2020 erstmalig, als letzte Periode, in der konkreten Schätzphase einbezogen ist. Die höheren Prognosen des Geschäftsjahres 2020 bilden eine höhere Grundlage für die nachfolgende Stetigkeitsphase des Bewertungsmodells.

## 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	16,5%	ewige EBITA - Marge	16,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,2%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-6,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	94,91	106,77	119,58	125,56	131,84	138,43	145,35	152,62	
<i>US Veränderung</i>	12,5%	12,5%	12,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,83	2,09	2,37	2,37	2,37	2,37	2,37	2,37	
EBITDA	10,48	14,81	17,81	20,72	21,75	22,84	23,98	25,18	
<i>EBITDA-Marge</i>	11,0%	13,9%	14,9%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
EBITA	7,68	12,06	15,21	18,12	19,02	19,97	20,97	22,02	
<i>EBITA-Marge</i>	8,1%	11,3%	12,7%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	14,4%	16,2%
Steuern auf EBITA	-0,77	-3,62	-4,56	-5,44	-5,71	-5,99	-6,29	-6,61	
<i>zu EBITA</i>	10,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	6,91	8,44	10,65	12,68	13,32	13,98	14,68	15,41	
Kapitalrendite	13,6%	18,0%	23,6%	29,0%	29,3%	29,3%	29,3%	29,3%	32,1%
Working Capital (WC)	-5,00	-6,00	-6,80	-7,53	-7,91	-8,31	-8,72	-9,16	
<i>WC zu Umsatz</i>	-5,3%	-5,6%	-5,7%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	2,99	1,00	0,80	0,73	0,38	0,40	0,42	0,44	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	52,00	51,20	50,50	53,03	55,68	58,46	61,38	64,45	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,80	-2,75	-2,60	-2,60	-2,73	-2,87	-3,01	-3,16	
<i>AFA zu OAV</i>	5,4%	5,4%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,87	-1,95	-1,90	-5,13	-5,38	-5,65	-5,93	-6,23	
Investiertes Kapital	47,00	45,20	43,70	45,49	47,77	50,15	52,66	55,30	
EBITDA	10,48	14,81	17,81	20,72	21,75	22,84	23,98	25,18	
Steuern auf EBITA	-0,77	-3,62	-4,56	-5,44	-5,71	-5,99	-6,29	-6,61	
Investitionen gesamt	1,12	-1,70	-1,10	-4,39	-5,01	-5,26	-5,52	-5,79	
<i>Investitionen in OAV</i>	-1,87	-1,95	-1,90	-5,13	-5,38	-5,65	-5,93	-6,23	
<i>Investitionen in WC</i>	2,99	1,00	0,80	0,73	0,38	0,40	0,42	0,44	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	-0,75	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	10,83	9,49	12,15	10,89	11,04	11,59	12,17	12,78	338,13

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	266,34	276,40
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	60,39	55,33
<i>Barwert des Continuing Value</i>	205,95	221,07
Nettoschulden (Net debt)	-17,81	-23,11
Wert des Eigenkapitals	284,15	299,51
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	284,15	299,51
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	<b>27,00</b>	28,46

#### Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,3%	6,3%	7,3%	8,3%	9,3%
30,1%	42,91	31,99	25,68	21,60	18,78
31,1%	44,19	32,88	26,34	22,12	19,19
32,1%	45,48	33,77	<b>27,00</b>	22,63	19,60
33,1%	46,76	34,66	27,66	23,14	20,01
34,1%	48,05	35,55	28,32	23,66	20,42

## 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 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.)

**§ 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®**  
**- 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)