



## **Researchstudie (Update)**

**USU Software AG**

# **USU**

**Verschiebung von Lizenzträgen belastet Halbjahres-  
Ergebnis, Unternehmen bestätigt Prognose, Starkes zweites  
Halbjahr erwartet**

**Kursziel: 26,60 €**

**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: 26,60 €**  
**(bisher: 27,00 €)**

aktueller Kurs: 20,30  
03.09.18 / XETRA / 14:22 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 213,63  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 198,46  
<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

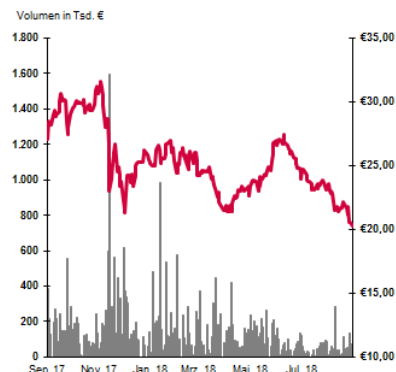
### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

### Unternehmensprofil

Branche: Software  
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business  
Mitarbeiter: 697 Stand: 30.06.2018  
Gründung: 1977  
Firmensitz: Möglingen  
Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,  
Dr. Benjamin Strehl



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen für das strategische und operative IT- & Enterprise Servicemanagement. Kunden erhalten eine Gesamtsicht auf ihre IT-Prozesse sowie ihre IT-Infrastruktur und sind in der Lage, Services transparent zu planen, zu verrechnen, zu überwachen und zu steuern. Im Bereich Software-Lizenzmanagement gehört USU dabei zu den führenden Herstellern weltweit. Im Kompetenzfeld Digital Interaction bietet die USU Lösungen und Beratungsleistungen für die Digitalisierung von Geschäftsprozessen. Diese automatisieren Service-Abläufe und stellen Wissen aktiv für alle Kommunikations-Kanäle und Kundenkontaktpunkte in Vertrieb, Marketing und Kundenservice bereit. Das Portfolio der USU-Gruppe wird durch Software für Industrial Big Data sowie das Service-Segment mit Systemintegration und individuellen Anwendungen komplettiert. Zum internationalen Kundenkreis der USU-Gruppe gehören inzwischen über 800 Unternehmen, darunter beispielsweise Allianz, Baloise Group, BOSCH, BMW, Daimler, Deutsche Telekom, DEVK, EDEKA, Heidelberger Druckmaschinen, Jacobs Engineering, Jungheinrich, Poste Italiane, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	31.12.2018e	31.12.2019e	31.12.2020e
Umsatz	84,36	94,91	106,77	119,58
EBITDA	6,84	9,48	14,81	17,81
EBIT	3,22	6,68	12,06	15,21
bereinigtes EBIT	6,13	8,46	13,69	16,69
Jahresüberschuss	3,37	5,20	8,46	10,66

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,32	0,49	0,80	1,01
Dividende je Aktie	0,40	0,40	0,50	0,55

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,35	2,09	1,86	1,66
EV/EBITDA	29,03	20,94	13,40	11,14
EV/EBIT	61,60	29,71	16,45	13,05
EV/bereinigtes EBIT	32,38	23,46	14,50	11,89
KGV	63,45	41,08	25,26	20,04
KBV	3,39			

### Finanztermine

22.11.18: 9-Monatsbericht 2018  
26-28.11.18: EK-Forum Frankfurt  
12.12.18: MKK-München

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
28.05.2018: RS / 27,00 / KAUFEN  
09.04.2018: RS / 27,00 / KAUFEN  
04.12.2017: RS / 25,00 / HALTEN  
01.09.2017: RS / 25,00 / HALTEN  
30.05.2017: RS / 25,00 / HALTEN

\*\* 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

- Im zweiten Quartal 2018 lag das Umsatzwachstum der USU Software AG bei 3,9 % auf 20,77 Mio. € (VJ: 19,98 Mio. €) und damit unterhalb der Wachstumsdynamik der vergangenen Berichtsperioden. Zusammen mit dem 11,2 %igen Umsatzwachstum des ersten Quartals konnten die Umsätze auf Basis des ersten Halbjahres insgesamt um 7,5 % auf 41,77 Mio. € (VJ: 38,87 Mio. €) ausgebaut werden. Dass das zweite Quartal etwas an Dynamik verlieren sollte, wurde zwar im Vorfeld vom USU-Management so kommuniziert, insbesondere die Verschiebung von Lizenzumsätzen im internationalen Geschäft hatte sich jedoch stärker ausgewirkt als erwartet. Gemäß Unternehmensangaben haben insbesondere in den USA und in Westeuropa größere Projektverschiebungen ins nächste Quartal zu einem Rückgang der margenstarken Lizenzumsätze geführt.
- Die rückläufigen margenstarken Lizenzumsätze, denen aber eine Verbesserung der Wartungs-/SaaS-Umsätze sowie bei den Beratungsumsätzen gegenüber steht, hatten zudem eine direkte Auswirkung auf die Ergebnisentwicklung der Gesellschaft. Auf Halbjahresbasis lag dabei das EBIT mit -0,47 Mio. € (VJ: 0,43 Mio. €) unterhalb des Vorjahreswertes. Auch das um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinigte EBIT verzeichnete einen deutlichen Rückgang auf 0,26 Mio. € (VJ: 1,57 Mio. €).
- Zusätzlich zu den niedrigeren Lizenzerlösen kam es zu einer Fortsetzung der Investitionen in das Auslandswachstum sowie in den Ausbau der Belegschaft, was mit entsprechenden Mehraufwendungen einhergegangen ist. Darüber hinaus fielen außerordentliche Aufwendungen im Zusammenhang mit der Neustrukturierung von Unternehmensbereichen, der Vereinheitlichung der Konzern-IT sowie der rechtlichen Umwandlung in die USU GmbH (bislang: USU AG).
- Diese ergebnisbelastenden Effekte sollten sich primär auf das erste Halbjahr beschränken, weswegen, bei einer entsprechend erwarteten dynamischen Umsatzentwicklung im zweiten Halbjahr, deutliche Ergebnissprünge zu erwarten sind. Dass Top-Line eine Rückkehr zur gewohnten Dynamik erreicht wird, ist als wahrscheinlich zu erachten. Laut Unternehmensvorstand liegen bereits zum heutigen Zeitpunkt (30.08.2018) die Lizenzumsätze des dritten Quartals, trotz noch laufender Urlaubssaison, oberhalb des Q2-Niveaus. Darüber hinaus sei die Lizenzpipeline gut gefüllt, was im 2.HJ 2018 ein deutliches Lizenzwachstum nach sich ziehen sollte.
- Folglich hat das USU-Management sowohl die kurzfristige Planung als auch die auf das Geschäftsjahr 2021 ausgerichtete Mittelfristplanung bestätigt. Weiterhin wird für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 93-98 Mio. € und einem bereinigten EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. € gerechnet. Bis 2021 soll das Umsatzniveau, inklusive anorganischen Beiträgen, auf 140 Mio. € und das bereinigte EBIT auf 20 Mio. € anstiegen. Bislang lagen wir mit unseren 2018er Prognosen beim bereinigten EBIT in der oberen Prognosebandbreite, die unserer Ansicht nach schwer zu erreichen sein dürfte. Daher siedeln wir unsere Ergebnisschätzung in der unteren Hälfte der Prognosebandbreite an. Wir rechnen nun mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 8,46 Mio. € (bisher: 9,46 Mio. €). Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir unverändert mit zweistelligen Wachstumsraten beim Umsatz und das bereinigte EBIT sollte sich in den kommenden Jahren auf die anvisierte Zielgröße von 15,0 % (bis 2021) zubewegen.
- Wir haben das DCF-Bewertungsmodell um die reduzierten Ergebnisprognosen des laufenden Geschäftsjahres 2018 angepasst und ein neues Kursziel in Höhe von 26,60 € (bisher: 27,00 €) je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 20,30 € beläuft sich das Kurspotenzial der USU-Aktie auf 31,0 % und daher vergeben wir das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

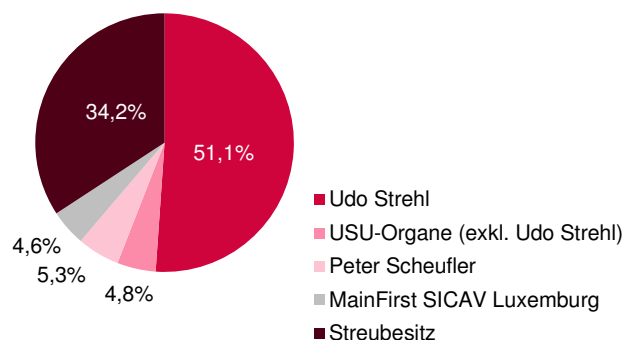
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 1.HJ 2018 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 1.HJ 2018 .....	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018 .....	7
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>8</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>9</b>

## UNTERNEHMEN

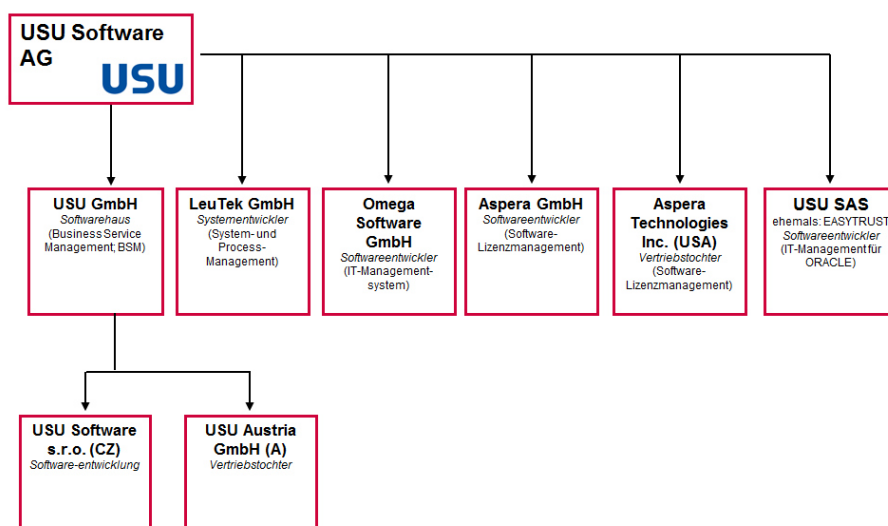
### Aktionärsstruktur

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

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

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

Nachdem in 2015 der SAP-Lizenzmanagementspezialist SecurIntegration GmbH erworben wurde (mittlerweile auf Aspera GmbH verschmolzen) erfolgte im Januar 2017 der Erwerb der Agentur unitB technology GmbH. Die in Berlin ansässige Agentur ist ein Anbieter von maßgeschneiderten Corporate Websites, Brand-Websites und Intranets und übernimmt dabei sowohl die strategische Beratung als auch die technologische Umsetzung. Mit dieser Akquisition wird die USU-Produktpalette horizontal ergänzt, wodurch künftig auch individuelle Online-Lösungen mit angeboten werden können. Darüber hinaus erfolgte in Mai 2017 der Erwerb der in Frankreich ansässigen 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 1.HJ 2018

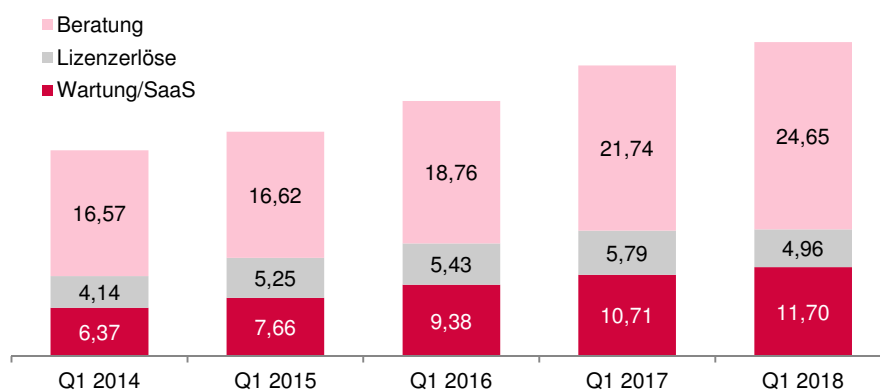
GuV in Mio. €	Q2 2017	Q2 2018	Δ Q2/Q2	1.HJ 2017	1.HJ 2018	Δ 1.HJ/1.HJ
Umsatzerlöse	19,98	20,77	+3,9%	38,87	41,77	+7,5%
davon Produkt	15,48	23,07	-2,6%	29,36	30,82	+5,0%
davon Service	4,49	5,61	+25,1%	9,47	10,84	+14,5%
EBIT	0,29	-0,86	-	0,43	-0,47	-
EBIT-Marge	1,4%	neg.	-	1,1%	neg.	-
bereinigtes EBIT	0,88	-0,50	-	1,57	0,26	-83,7%
bereinigte EBIT-Marge	4,4%	neg.	-	4,0%	0,6%	-3,4Pp
Periodenergebnis	0,06	-1,15	-	-0,05	-0,68	-

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 1.HJ 2018

Die USU Software AG präsentiert mit den Halbjahreszahlen 2018 ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,5 % auf 41,77 Mio. € (1.HJ/17: 38,87 Mio. €). Es liegt damit zwar eine im Marktvergleich weiterhin hohe Umsatzdynamik vor, wird jedoch das zweite Quartal 2018 gesondert betrachtet, so lässt sich mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 3,9 % auf 20,77 Mio. € (Q2/17: 19,98 Mio. €) ein Rückgang der Wachstumsrate ersehen. Dass das zweite Quartal etwas an Dynamik verlieren sollte, wurde zwar im Vorfeld vom USU-Management kommuniziert. Insbesondere die Verschiebung von Lizenzumsätzen im internationalen Geschäft hatte sich jedoch stärker ausgewirkt als erwartet. Gemäß Unternehmensangaben haben insbesondere in den USA und in Westeuropa größere Projektverschiebungen ins nächste Quartal zu einem Rückgang der margenstarken Lizenzumsätze geführt. Dabei soll es sich aber nur um einen temporären Effekt handeln. Laut Unternehmensvorstand liegen bereits zum heutigen Zeitpunkt (30.08.2018) die Lizenzumsätze des dritten Quartals, trotz noch laufender Urlaubssaison, oberhalb des Q2-Niveaus. Darüber hinaus sei die Lizenzpipeline gut gefüllt, was im zweiten Halbjahr 2018 ein deutliches Lizenzwachstum nach sich ziehen sollte.

### Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Gegenüber den rückläufigen Lizenzumsätzen kletterten die Wartungs-/SaaS-Umsätze um nahezu 1,00 Mio. €. Wie in der Gesamtbranche üblich, wird ein zunehmender Anteil der Umsätze im Rahmen von SaaS erwirtschaftet, wodurch die Umsatzerlöse über die Vertragslaufzeit hinweg verstetigt werden. Bei der USU Software AG findet sich diese Entwicklung unter anderem als eine Verschiebung von Lizenzumsätzen in den Bereich der Wartungsumsätze wieder. Bei den Beratungserlösen hat sich der dynamische Trend

der vergangenen Berichtsperioden fortgesetzt. Hier ist eine auf der Basis einer ausgebauten Beratermannschaft unverändert hohe Auslastungsquote ersichtlich.

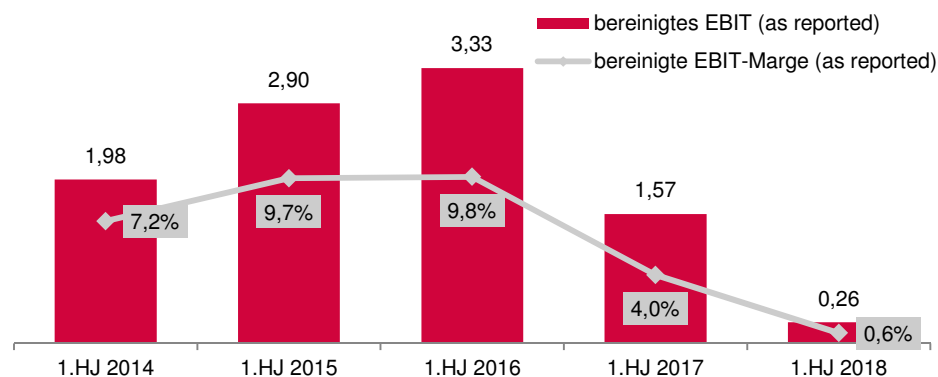
## Ergebnisentwicklung 1.HJ 2018

Trotz ausgebauter Umsatzbasis lag das EBIT mit -0,47 Mio. € (1.HJ/17: 0,43 Mio. €) deutlich unter dem Vorjahreswert. Ein wichtiger Faktor für dieses leicht negative operative Ergebnis sind die aus der Projektverschiebung resultierenden rückläufigen Lizenzerträge, die die höchsten Ergebnismargen aufweisen. Auf der anderen Seite kam es zu einer Fortsetzung der Investitionen in das Auslandswachstum sowie in den Ausbau der Belegschaft, was mit entsprechenden Mehraufwendungen einhergegangen ist. Der USU gelang es dabei, in einem hinsichtlich IT-Personal aktuell sehr kompetitiven Umfeld, die Anzahl der Mitarbeiter weiter auf 697 (30.06.17: 639) auszubauen. Dies ist als ein kritischer Faktor für das Erreichen des anvisierten starken Unternehmenswachstums anzusehen.

Darüber hinaus fielen außerordentliche Aufwendungen im Zusammenhang mit der Neustrukturierung des Bereiches unymira (bisher die eigenständigen Bereiche BIG Social Media, Business Solutions, KCenter sowie unitB technology) der Vereinheitlichung der Konzern-IT sowie der rechtlichen Umwandlung in die USU GmbH (bislang: USU AG). Diese Effekte sollten im zweiten Halbjahr nicht mehr die Ergebnissituation belasten. Zugleich sollten die positiven Effekte aus der aktuellen Investitionsphase spürbar werden. Dann ist auch mit einem deutlichen Ergebnisanstieg zu rechnen.

Das um akquisitionsbedingte Sonderfaktoren bereinigte EBIT verzeichnete, aufgrund der genannten Faktoren, ebenso einen deutlichen Rückgang auf 0,26 Mio. € (1.HJ/17: 1,57 Mio. €).

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das Periodenergebnis in Höhe von -0,68 Mio. € (1.HJ/17: -0,05 Mio. €) lag daher ebenfalls unterhalb des Vorjahreswertes. Insgesamt lässt sich festhalten, dass die USU Software AG aufgrund Lizenzverschiebungen in das zweite Halbjahr ein geringeres Umsatzwachstum als erwartet erreicht hat. Dieses, gepaart mit dem erwarteten Ausbau der operativen Kostenbasis, als Grundlage für die geplante erhebliche Ausweitung des Geschäftsvolumens, hat bei allen Ergebnisebenen eine rückläufige Entwicklung zur Folge gehabt. Das zweite Halbjahr dürfte aufgrund höherer Umsätze sowie geringerer Kostensteigerungen ein deutlich verbessertes Bild aufzeigen.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2018

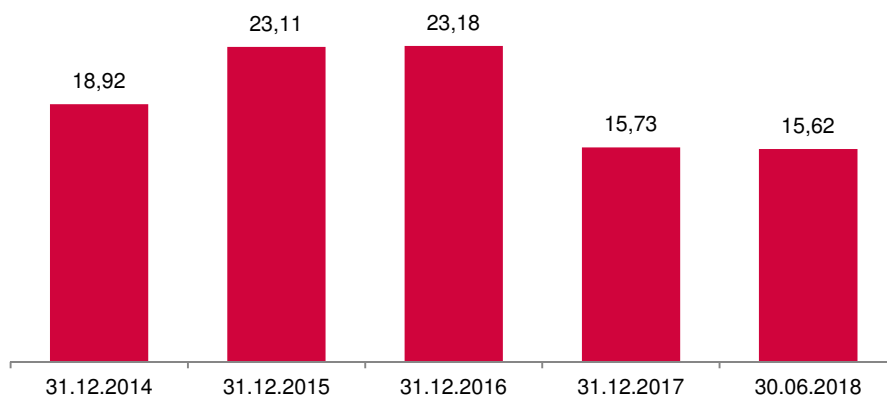
in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2018
Eigenkapital (EK-Quote)	63,62 (69,2%)	63,01 (63,4%)	62,26 (65,3%)
Operatives Anlagevermögen	43,82	52,93	49,92
Working Capital	-4,37	-2,01	-4,52
Liquide Mittel	23,18	15,73	15,62
Cashflow - operativ	5,13	5,17	0,28
Cashflow - Investition	-1,18	-8,23	-0,44
Cashflow - Finanzierung	-3,88	-4,21	0,00

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die bilanzielle Situation der USU Software AG präsentiert sich zum 30.06.18 gegenüber dem Bilanzstichtag 31.12.17 nahezu unverändert. Zwar kam es aufgrund des negativen Periodenergebnisses zu einer leichten Reduktion des Eigenkapitals auf 62,26 Mio. € (31.12.17: 63,01 Mio. €), die EK-Quote ist mit 65,3 % jedoch nach wie vor als üppig zu bezeichnen. Die Gesellschaft verfügt zudem über eine ebenfalls umfangreiche Liquiditätsausstattung, die in den ersten sechs Monaten 2018 mit 15,62 Mio. € (31.12.17: 15,73 Mio. €) nahezu unverändert geblieben ist.

Die USU Software AG weist dabei in der Regel positive operative Cashflows aus, die sich, ohne Working Capital-Effekte, auf dem Niveau des EBITDA einpendeln sollten. Im ersten Halbjahr 2018 kam es jedoch stichtagsbedingt zu einem leichten Anstieg des Working Capitals und dementsprechend lag der operative Cashflow mit 0,28 Mio. € unterhalb dem EBITDA in Höhe von 0,95 Mio. €. Es ist zu berücksichtigen, dass nach dem Bilanzstichtag 30.06.2018 die Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. € (0,40 € je Aktie) erfolgt ist, wodurch sich sowohl das Eigenkapital als auch die liquiden Mittel um diesen Betrag reduziert haben.

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nichtdestotrotz verfügt die Gesellschaft über einen ausreichenden Liquiditätsbestand, um mögliche Akquisitionsopportunitäten flexibel wahrzunehmen. Trotz Dividendenausschüttung erwarten wir, aufgrund der im zweiten Halbjahr deutlichen Verbesserung der Umsatz- und Ertragsentwicklung, entsprechend hohe Liquiditätszuflüsse.



## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 17	GJ 18e (alt)	GJ 18e (neu)	GJ 19e	GJ 20e
Umsatzerlöse	84,36	94,91	94,91	106,77	119,58
EBIT	3,22	7,68	6,68	12,06	15,21
<i>EBIT-Marge</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,1%</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,3%</i>	<i>12,7%</i>
bereinigtes EBIT	6,13	9,46	8,46	13,69	16,69
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	<i>7,3%</i>	<i>10,0%</i>	<i>(8,9%)</i>	<i>12,8%</i>	<i>14,0%</i>
Jahresüberschuss	3,37	6,10	5,20	8,46	10,66
EPS in €	0,32	0,58	0,49	0,80	1,01

Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2018 hat das USU-Management sowohl die kurzfristige Planung als auch die auf das Geschäftsjahr 2021 ausgerichtete Mittelfristplanung bestätigt. Weiterhin wird für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 93-98 Mio. € und einem bereinigten EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. € gerechnet. Bis 2021 soll das Umsatzniveau, inklusive anorganischen Beiträgen, auf 140 Mio. € und das bereinigte EBIT auf 20 Mio. € ansteigen.

Bislang lagen wir beim bereinigten EBIT in der oberen Prognosebandbreite, die unserer Ansicht nach schwer zu erreichen sein dürfte, weswegen wir unsere Ergebnisschätzung in der unteren Hälfte der Prognosebandbreite ansiedeln. Wir rechnen nun für das zweite Halbjahr mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 8,20 Mio. €, wodurch auf Gesamtbilanzebene ein bereinigtes EBIT in Höhe von 8,46 Mio. € (bisherige Prognose: 9,46 Mio. €) erwirtschaftet werden dürfte. Ein wichtiger Treiber der Ergebnisentwicklung dürften insbesondere die ins zweite Halbjahr hinein verschobenen Projektabschlüsse sein. Die Umsetzung dieser sollte, da hieraus relevante Lizenzträge erwartet werden, erhebliche Ergebnisbeiträge liefern. Laut Unternehmensvorstand liegen bereits zum heutigen Zeitpunkt (30.08.2018) die Lizenzumsätze des dritten Quartals, trotz noch laufender Urlaubssaison, oberhalb des Q2-Niveaus. Darüber hinaus sei die Lizenzpipeline gut gefüllt, was im zweiten Halbjahr 2018 ein deutliches Lizenzwachstum nach sich ziehen sollte.

Ebenfalls als wichtiger Ergebnistreiber dürfte der Wegfall der außerordentlichen Aufwendungen (Neustrukturierung unymira, Vereinheitlichung Konzern-IT, Umwandlung in USU GmbH) fungieren, welche nahezu vollständig im ersten Halbjahr 2018 angefallen waren. Darüber hinaus rechnen wir mit einer abnehmenden Dynamik bei den Investitionen in das Auslandswachstum sowie beim Belegschaftsaufbau und einer damit entsprechenden verbesserten Kostendeckung.

Für die kommenden Geschäftsjahre erwarten wir unverändert zweistellige Wachstumsraten beim Umsatz, als Folge eines überproportionalen Wachstums des Produktgeschäftes. Dieses sollte sowohl von der Markteinführung neuer Produkte als auch von einem stärkeren Anstieg der Auslandsumsätze profitieren. Auch wenn die Vertriebsaktivitäten für das Auslandswachstum weiter forciert werden sollten, dürften diese, angesichts des höheren Umsatzniveaus, nur unterproportionale Kostenbelastungen nach sich ziehen. Demnach sollte sich das bereinigte EBIT in den kommenden Geschäftsjahren auf die anvisierte Zielgröße von 15,0 % (bis 2021) zubewegen.

Wir haben das DCF-Bewertungsmodell um die reduzierten Ergebnisprognosen des laufenden Geschäftsjahres 2018 angepasst und ein neues Kursziel in Höhe von 26,60 € (bisher: 27,00 €) je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 20,30 € beläuft sich das Kurspotenzial der USU-Aktie auf 31,0 % und daher vergeben wir 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<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

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