



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

**Halbjahresentwicklung im Rahmen der Erwartungen;
Prognosen und Kursziel 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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 30.08.2019 (16:10 Uhr)
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 02.09.2019 (09:30 Uhr)
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2020

USU Software AG^{*5a,6a,11}

KAUFEN

Kursziel: 24,70 €
(bisher: 24,70 €)

aktueller Kurs: 17,35
30.08.19 / XETRA / 15:55 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 182,59
EnterpriseValue³: 174,64
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 34,1 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
LBBW (ICF)

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/

Knowledge Business

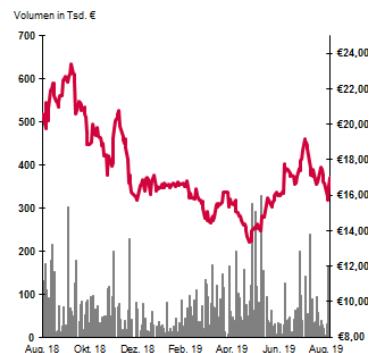
Mitarbeiter: 708 Stand: 30.06.2019

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	1,93	1,77	1,54	1,40
EV/EBIT	64,51	25,89	13,37	10,45
EV/bereinigtes EBIT	42,28	21,61	12,01	9,66
KGV	190,00	38,56	19,94	15,58
KBV	3,06			

Finanztermine

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

27.05.2019: RS / 24,70 / KAUFEN

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

** oben aufgeführte Researchstudien können unter 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 USU Software AG hat im zweiten Quartal 2019, wie vorher angekündigt, einen Teil der zuvor aus dem Geschäftsjahr 2018 verschobenen Aufträge (USA) abschließen können. Wir gehen davon aus, dass es sich hier um ein Umsatzvolumen in Höhe von ca. 1,50 Mio. € handelt, was letztendlich einen wichtigen Beitrag zum erreichten Umsatzwachstum im ersten Halbjahr 2019 in Höhe von 7,4 % auf 44,88 Mio. € (VJ: 41,77 Mio. €) geleistet hat. Getrennt nach einzelnen Umsatzgruppen wird es ersichtlich, dass der Umsatzanstieg insbesondere durch jeweils neue Rekordwerte bei den Lizenzerträgen (+25,7 % auf 6,24 Mio. €) sowie bei den Wartungs-/SaaS-Erlösen (+19,5 % auf 13,98 Mio. €) erreicht wurde. Dem steht jedoch eine leicht rückläufige Entwicklung bei den Beratungserlösen auf 24,09 Mio. € (1.HJ 18: 24,65 Mio. €) gegenüber.
- Das bereinigte EBIT legte infolge des höheren Umsatzniveaus auf 0,69 Mio. € (1.HJ 18: 0,26 Mio. €) zu. Auch in der abgelaufenen Berichtsperiode hatte die USU Software AG dabei einen weiteren Ausbau der Konzernbelegschaft umgesetzt, um die Basis für das erwartete künftige Unternehmenswachstum zu legen. Gegenüber dem Geschäftsjahresanfang 2018, als die USU Software AG 668 Mitarbeiter beschäftigt hatte, ist der Personalbestand auf 708 weiter angestiegen. Ausgehend vom höheren EBIT lag das Nachsteuerergebnis mit -0,96 Mio. € (1.HJ 18: -0,68 Mio. €) aber unter dem Vorjahreswert. Hier hatten insbesondere höhere Steuervorauszahlungen einen belastenden Effekt, wobei das USU-Management für das zweite Halbjahr 2019 von einer rückläufigen Steuerquote ausgeht.
- Mit dem Halbjahresbericht 2019 hat das USU-Management die Prognose für das laufende Geschäftsjahr, wonach Umsatzerlöse in Höhe von 98 – 101 Mio. € erreicht werden sollen, sowie die Mittelfristplanung (Umsatzerlöse iHv. 140 Mio. € in 2021) bestätigt. Wird das im ersten Halbjahr 2019 erreichte Umsatzwachstum in Höhe von 7,4 % berücksichtigt, so ist das von der Gesellschaft erwartete Umsatzwachstum in Höhe von 8,3 % - 11,6 % gut erreichbar. Zumal die USU Software AG in der Regel im zweiten Halbjahr die deutlich höheren Umsatzerlöse erwirtschaftet.
- Zudem sollte die Fortsetzung des Auslandswachstums zum erwarteten Umsatzanstieg des zweiten Halbjahres 2019 beitragen. Hier steht noch ein Teil der Projektverschiebungen aus den USA aus und die Gesellschaft rechnet darüber hinaus mit nennenswerten Umsatzbeiträgen aus Frankreich. Hier wurden beispielsweise zu Beginn des Jahres renommierte Vertriebsleiter eingestellt, deren Erfolg nach der typischen Anlaufphase erst zeitverzögert sichtbar werden sollte. Darüber hinaus sollte das Beratungsgeschäft, welches zuletzt noch von einer leicht rückläufigen Entwicklung geprägt war, leicht zulegen. Hier hat die Gesellschaft bewusst die Beratermannschaft ausgebaut und somit die personelle Grundlage für höhere Umsatzniveaus gelegt.
- Wir behalten unsere konkreten Umsatz- und Ergebnisschätzungen für die Geschäftsjahre 2019 – 2021 unverändert bei. Auch die Ergebnis-Guidance (bereinigtes EBIT: 7,5 – 10 Mio. €) wurde dabei vom USU-Management bestätigt, was bedeutet, dass im zweiten Halbjahr 2019 eine deutliche Ergebnissteigerung erfolgen sollte. Das signifikant höhere Umsatzniveau im zweiten Halbjahr sowie die Erwartung hochmarginiger Lizenzumsätze im Ausland sollten zur Erfüllung der Guidance führen. Wir rechnen in 2019 mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 8,08 Mio. € und erwarten für die kommenden Geschäftsjahre eine Annäherung der bereinigten EBIT-Marge an den Zielwert von 15 %.
- Auf Basis des unveränderten DCF-Bewertungsmodells bleibt auch das darin ermittelte Kursziel in Höhe von 24,70 € unverändert. Wir vergeben damit weiterhin das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

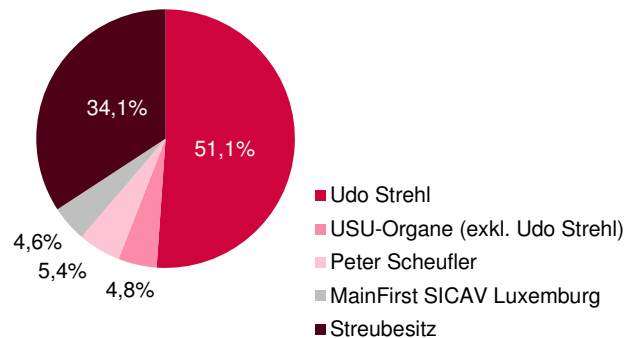
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2019	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2019	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2019	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2019	7
Prognose und Modellannahmen	8
Anhang	9

UNTERNEHMEN

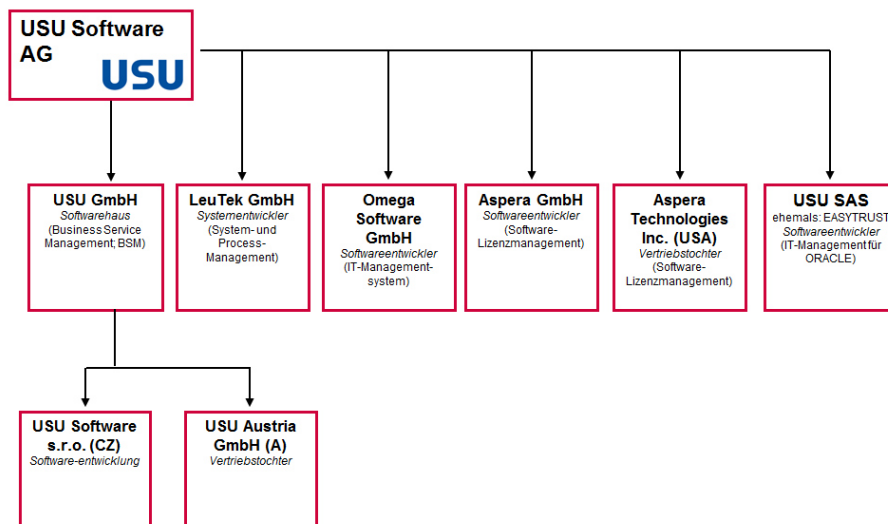
Aktionärsstruktur

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

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach der in 2018 erfolgten Verschmelzung der B.I.G. Social Media GmbH und der unitB technology GmbH auf die USU GmbH (vorher: USU AG) umfasst der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe 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 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 1.HJ 2019

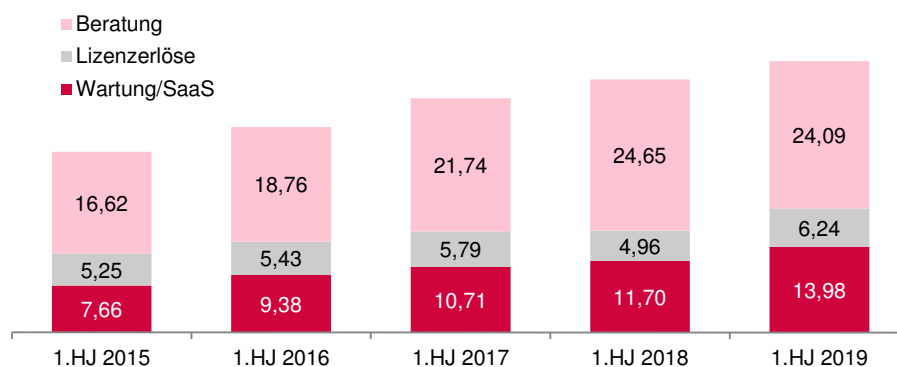
GuV in Mio. €	Q2 2018	Q2 2019	Δ Q2/Q2	1.HJ 2018	1.HJ 2019	Δ 1.HJ/1.HJ
Umsatzerlöse	20,77	22,90	+10,3%	41,77	44,88	+7,4%
davon Wartungserlöse/SaaS	5,83	7,25	+24,4%	11,70	13,98	+19,5%
davon Lizenzzerlöse	2,16	3,23	+49,9%	4,96	6,24	+25,7%
davon Beratungserlöse	12,49	11,97	-4,1%	24,65	24,09	-2,3%
EBIT	-0,86	0,18	-	-0,47	0,00	-
bereinigtes EBIT	-0,50	0,53	-	0,26	0,69	+170,6%
Periodenergebnis	-1,15	-0,32	-	-0,68	-0,96	-

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2019

Wie mit der Veröffentlichung des Q1-Berichtes 2019 angekündigt, konnte ein Teil der aus dem Geschäftsjahr 2018 verschobenen Aufträge aus den USA im zweiten Quartal 2019 gewonnen werden. Wir gehen hier von einem Umsatzvolumen in Höhe von ca. 1,50 Mio. € aus. Infolge dessen legten die Umsätze im zweiten Quartal deutlich um 10,3 % auf 22,90 Mio. € (Q2/18: 20,77 Mio. €) zu und leisteten damit einen erheblichen Beitrag zum Umsatzanstieg auf Halbjahresbasis in Höhe von 7,4 % auf 44,88 Mio. € (1.HJ 18: 41,77 Mio. €). Dass es sich bei den verspätet abgeschlossenen Aufträgen vornehmlich um den Verkauf von Einzellizenzen handelt, wird besonders anhand des starken Anstieges der Lizenzzerlöse auf 6,24 Mio. € (1.HJ 18: 4,96 Mio. €) sichtbar. Entgegen des zuletzt vorherrschenden Trends, wonach Neuaufträge zunehmend als Mietmodell (Software-as-a-Service, SaaS) und damit zulasten der Einzellizenzverträge abgeschlossen werden, markierte das nun erreichte Niveau der Lizenzzerlöse einen neuen Rekordwert:

Umsatzentwicklung auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Unterstützt wird der Anstieg der Lizenzzerlöse von einem weiteren Wachstum bei den Wartungs- und SaaS-Umsätzen. Hier profitierte die USU Software AG einerseits von den in den Vorjahren erfolgten Produktverkäufen (Wartungserlöse) sowie andererseits von einer anhaltenden Verschiebung hin zum Mietmodell (SaaS). Gemäß Aussagen des USU-Managements entwickelt sich dieser Trend, welcher zu einer niedrigeren jedoch deutlich stetigeren Umsatzentwicklung führt, im Rahmen der Erwartungen.

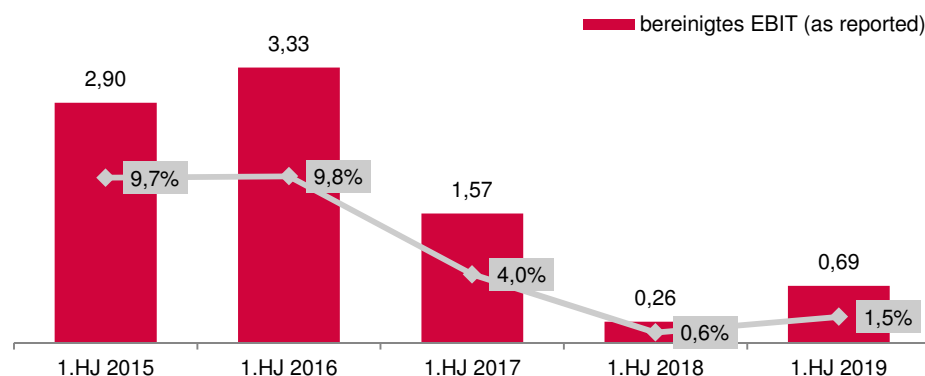
Lediglich im Bereich Beratungserlöse verzeichnete die Gesellschaft eine rückläufige Entwicklung auf 24,09 Mio. € (1.HJ 18: 24,65 Mio. €). Hier weist die Gesellschaft auf die niedrigere Basis der Lizenzzerlöse aus den vorhergehenden Berichtsperioden sowie eines damit zusammenhängend niedrigeren Beratungsgeschäftes hin. Für die kommen-

den Quartale soll aber auch dieser Bereich wieder auf den Wachstumspfad zurückkehren.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2019

Das höhere Umsatzniveau hatte einen entsprechenden Anstieg des bereinigten EBIT auf 0,69 Mio. € (1.HJ 18: 0,26 Mio. €) nach sich gezogen. Auch in der abgelaufenen Berichtsperiode hatte die USU Software AG dabei einen weiteren Ausbau der Konzernbelegschaft umgesetzt, um die Basis für das erwartete künftige Umsatzwachstum zu legen. Vor dem Hintergrund des derzeit sehr kompetitiven Umfelds für IT-Personal ist der in den vergangenen Geschäftsjahren umgesetzte Belegschaftsausbau besonders hervorzuheben. Zum Stichtag 30.06.2019 verfügt die Gesellschaft über 708 Mitarbeiter, was beispielsweise gegenüber dem Mitarbeiterstand zum Beginn des vergangenen Geschäftsjahres in Höhe von 668 einem deutlichen Ausbau gleichkommt. Folglich verzeichnete die USU Software AG einen allgemeinen Kostenanstieg, der jedoch mit einem steigenden Umsatzniveau aufgefangen werden dürfte.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die erstmalige Anwendung von IFRS 16 hat keine Auswirkung auf das EBIT. Während das EBITDA um 1,07 Mio. € positiv beeinflusst war, wurden Abschreibungen auf Leasingnutzungsrechte in exakt gleicher Höhe ausgewiesen und damit ergab sich für das EBIT keine Auswirkung.

Dass das Nachsteuerergebnis mit -0,96 Mio. € (1.HJ 18: -0,68 Mio. €) unter dem Wert des Vorjahres lag, ist, ausgehend von der EBIT-Verbesserung insbesondere den höheren Steueraufwendungen geschuldet. Es wurden höhere Vorauszahlungen geleistet, wobei für das Gesamtjahr 2019 das USU-Management von einer deutlichen Reduktion der Steuerquote ausgeht. Dies ist auch vor dem Hintergrund des beschlossenen Ergebnisabführungsvertrages mit der Tochtergesellschaft USU GmbH zu sehen, welcher sich im zweiten Halbjahr 2019 steuermindernd auswirken sollte.

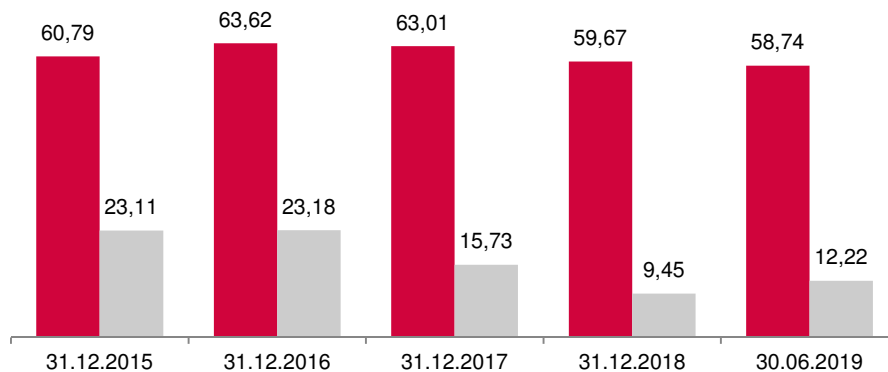
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2019

in Mio. €	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2019
Eigenkapital	63,01	59,67	58,74
EK-Quote (in %)	63,4%	62,7%	59,6%
Operatives Anlagevermögen	52,93	51,31	54,92
Working Capital	-2,01	-0,43	-4,13
Liquide Mittel	15,73	9,45	12,22
Cashflow - operativ	5,17	2,00	4,56
Cashflow - Investition	-8,23	-1,14	-0,74
Cashflow - Finanzierung	-4,21	-4,21	-1,07

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch die USU Software AG ist von der erstmaligen Anwendung von IFRS 16 betroffen, wenngleich sich die Auswirkungen unserer Ansicht nach in Grenzen halten. Mit der erstmaligen Bilanzierung der Leasingverhältnisse weist die Gesellschaft nun einen Anstieg des Anlagevermögens um 4,13 Mio. € sowie in gleicher Höhe auf der Passivseite einen Anstieg der Verbindlichkeiten auf. Aufgrund der daraus resultierenden Bilanzverlängerung sowie der ergebnisbedingten leichten Reduktion des Eigenkapitals minderte sich die EK-Quote geringfügig auf 59,6 % (31.12.18: 62,7 %). Die Eigenkapitalausstattung ist aber nach wie vor als überdurchschnittlich hoch zu bewerten. Auch der Umstand, wonach die Gesellschaft über keinerlei Bankverbindlichkeiten verfügt, geht mit einer hohen Flexibilität, insbesondere hinsichtlich des geplanten anorganischen Wachstums, einher.

Eigenkapital und Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Zudem verfügt die USU Software AG über einen umfangreichen Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von 12,22 Mio. € (9,45 Mio. €). Der in den ersten sechs Monaten 2019 erfolgte Ausbau des Liquiditätsbestandes ist rein operativer Natur. Zwar sind im operativen Cashflow in Höhe von 4,56 Mio. € (VJ: 0,28 Mio. €) Working Capital-Effekte mit Stichtagsbezug enthalten, auch bereinigt um diese Effekte hätte die USU Software AG mit 0,97 Mio. € (VJ: -0,86 Mio. €) aber einen positiven operativen Cashflow ausgewiesen.

Nach dem Bilanzstichtag dürfte der Liquiditätsbestand jedoch um die im Juli 2019 erfolgte Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. € niedriger liegen. Nach wie vor verfügt aber die Gesellschaft über einen ausreichenden finanziellen Spielraum, um die geplante 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

Erwartungsgemäß hat das USU-Management, nach der im zweiten Quartal 2019 erreichten Steigerung der Wachstumsdynamik, die Prognose für das laufende Geschäftsjahr sowie die Mittelfristplanung für 2021 (Umsatzerlöse: 140 Mio. €) bestätigt. Nach wie vor wird dabei für 2019 mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 98 – 101 Mio. € gerechnet, was einem Anstieg zwischen 8,3 % - 11,6 % entsprechen würde. Auf Basis des Umsatzwachstums in den ersten sechs Monaten 2019 in Höhe von 7,4 % sollte die Unternehmensguidance gut zu erreichen sein. Für die Gesamtjahresprognose gilt es darüber hinaus zu berücksichtigen, dass die Gesellschaft typischerweise mit ca. 55 % den überwiegenden Teil der Umsatzerlöse im zweiten Halbjahr ausweist, so dass zum Geschäftsjahresende hin höhere Umsatzerlöse erzielt werden dürften. Unterstützt wird dies auch vom neuen Rekordwert beim Auftragsbestand, welcher zum 30.06.19 mit 54,19 Mio. € (VJ: 45,85 Mio. €) um 18,2 % deutlich über dem Vorjahreswert lag.

Zudem steht ein Teil der Projektverschiebungen in den USA noch aus, die erwartungsgemäß noch in 2019 abgeschlossen werden könnten. Parallel dazu sollten die ergriffenen Vertriebsmaßnahmen auch in Frankreich zu nennenswerten Umsätzen führen, so dass mit einem weiteren überproportionalen Anstieg der internationalen Erlöse zu rechnen ist. In Frankreich wurden beispielsweise zu Beginn des Jahres renommierte Vertriebsleiter eingestellt, deren Erfolg nach der typischen Anlaufphase erst zeitverzögert sichtbar werden sollte. Darüber hinaus sollte das Beratungsgeschäft, welches zuletzt noch von einer leicht rückläufigen Entwicklung geprägt war, leicht zulegen. Hier hat die Gesellschaft bewusst die Beratermannschaft ausgebaut und somit die personelle Grundlage für höhere Umsatzniveaus gelegt.

Wir behalten unsere Umsatzschätzungen für 2019 in Höhe von 98,50 Mio. € sowie darauf aufbauend für die kommenden Geschäftsjahre 2020 und 2021 unverändert bei. Die Guidance hinsichtlich des bereinigten EBIT (7,5 – 10 Mio. €) wurde ebenfalls bestätigt. Für das zweite Halbjahr 2019 muss die USU Software AG einen deutlichen Anstieg des bereinigten EBIT vorweisen. Analog zu den höheren Umsätzen zum Geschäftsjahresende hin dürfte es entsprechend zu einem starken Ergebnisanstieg kommen, zumal hier dann eine höhere Personalauslastung und damit bessere Kostendeckung vorliegen dürfte. Zudem rechnen wir, dass die im zweiten Halbjahr 2019 noch kommenden Erlöse im Ausland vornehmlich dem Lizenzbereich zuzuordnen sind und daher sehr hohe Ergebnisbeiträge leisten dürften. Mit einem erwarteten bereinigten EBIT in Höhe von 8,08 Mio. € liegen wir 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.

Auf Basis des unveränderten DCF-Bewertungsmodells bleibt auch das darin ermittelte Kursziel in Höhe von 24,70 € unverändert. Wir vergeben damit 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



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