



## **Researchstudie (Update)**

**USU Software AG**

# **USU**

**Prognosen für 2018 und für die mittelfristige Entwicklung bestätigt, Starkes Q3 liefert Basis für neue Rekordwerte, Rating und Kursziel bestätigt**

**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“

Datum und Zeitpunkt der Fertigstellung der Studie: 29.11.2018 (12:30 Uhr)  
Datum und Zeitpunkt der ersten Weitergabe: 29.11.2018 (14:00 Uhr)  
Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2019

## USU Software AG<sup>\*5a,6a,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 26,60 €  
(bisher: 26,60 €)

aktueller Kurs: 19,25  
28.11.18 / XETRA / 17:38 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 202,58  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 187,41  
<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 (ICF)

### Analysten:

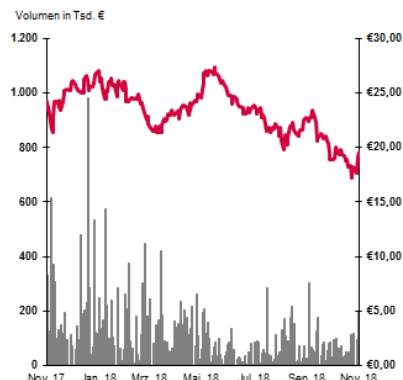
Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann  
goldmann@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 10

### Unternehmensprofil

Branche: Software  
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business  
Mitarbeiter: 703 Stand: 30.09.2018  
Gründung: 1977  
Firmensitz: Möglingen  
Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,  
Dr. Benjamin Strehl



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen für das strategische und operative IT- & Enterprise Servicemanagement. Kunden erhalten eine Gesamtsicht auf ihre IT-Prozesse sowie ihre IT-Infrastruktur und sind in der Lage, Services transparent zu planen, zu verrechnen, zu überwachen und zu steuern. Im Bereich Software-Lizenzmanagement gehört USU dabei zu den führenden Herstellern weltweit. Im Kompetenzfeld Digital Interaction bietet die USU Lösungen und Beratungsleistungen für die Digitalisierung von Geschäftsprozessen. Diese automatisierten Service-Abläufe stellen Wissen aktiv für alle Kommunikations-Kanäle und Kundenkontaktpunkte in Vertrieb, Marketing und Kundenservice bereit. Das Portfolio der USU-Gruppe wird durch Software für Industrial Big Data sowie das Service-Segment mit Systemintegration und individuellen Anwendungen komplettiert. Zum internationalen Kundenkreis der USU-Gruppe gehören inzwischen über 1.000 Unternehmen, darunter beispielsweise Allianz, Baloise Group, BOSCH, BMW, Daimler, Deutsche Telekom, DEVK, EDEKA, Heidelberger Druckmaschinen, Jacobs Engineering, Jungheinrich, Poste Italiane, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2017	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	2,22	1,97	1,76	1,57
EV/EBITDA	27,41	19,77	12,65	10,52
EV/EBIT	58,17	28,06	15,54	12,32
EV/bereinigtes EBIT	30,57	22,15	13,69	11,23
KGV	60,17	38,96	23,95	19,00
KBV	3,22			

### Finanztermine

12.12.18: MKK-München

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

04.09.2018: RS / 26,60 / KAUFEN

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

\*\* 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

- Der USU Software AG ist im dritten Quartal 2018 erwartungsgemäß die Rückkehr zur hohen Wachstumsdynamik gelungen. Nachdem das zweite Quartal noch von Projektverschiebungen betroffen war, wurde ein Teil dieser Projekte im dritten Quartal abgearbeitet. Gegenüber der Vorjahresperiode legten dementsprechend die Umsätze im dritten Quartal 2018 um 12,3 % auf 22,50 Mio. € (VJ: 20,04 Mio. €) signifikant zu. Auf Basis der ersten 9-Monate lag das Umsatzniveau mit 64,28 Mio. € (VJ: 58,91 Mio. €) um 9,1 % über dem Vorjahreswert.
- Getrennt nach Produktgruppen wird bei der USU Software AG ein Bild ersichtlich, welches mittlerweile flächendeckend in der Softwarebranche Einzug gehalten hat. Die Einzellizenzumsätze werden sukzessive von SaaS-Umsätzen verdrängt, was einerseits einen Rückgang der hohen, einmaligen Umsätze jedoch andererseits einen Anstieg bei den wiederkehrenden Wartungs-/SaaS-Umsätzen zur Folge hat. Grundsätzlich führt dies also zu einer Verstetigung der Umsatzentwicklung. Bezeichnend dafür ist der in den ersten neun Monaten 2018 erreichte starke Anstieg der Wartungs-/SaaS-Umsätze um 16,5 % auf 18,99 Mio. € (VJ: 16,31 Mio. €), dem ein Rückgang bei den Lizenzträgen in Höhe von -14,1 % auf 7,83 Mio. € (VJ: 9,11 Mio. €) gegenübersteht. Parallel dazu weist die Gesellschaft eine weiterhin hohe Auslastung der Beratermannschaft und damit mit einem Plus von 12,9 % auf 36,93 Mio. € (VJ: 32,71 Mio. €) eine weiterhin sehr positive Entwicklung der Beratungserträge auf.
- Auch auf Ergebnisebene werden die Aufholeffekte im dritten Quartal 2018 deutlich sichtbar. Nachdem zum Ende des zweiten Quartals 2018 beim bereinigten EBIT ein deutlicher Rückgang in Höhe von -83,7 % vorlag, wurde im abgelaufenen dritten Quartal nahezu eine Verdoppelung des bereinigten EBIT erreicht. Auf 9-Monatsbasis lag dieses bei 1,82 Mio. € (VJ: 2,35 Mio. €).
- Die im dritten Quartal erreichte aufwärtsgerichtete Tendenz wurde vom USU-Management zum Anlass genommen, um die bisherige Guidance zu bestätigen. Unverändert werden dabei Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 93 - 98 Mio. € und ein bereinigtes EBIT zwischen 7,5 – 10 Mio. € erwartet. Auch die mittelfristige Planung, wonach bis 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 140 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 20 Mio. € erreicht werden sollen, wurde bestätigt. Für das Erreichen der Mittelfristplanung wird ein anorganischer Konzernumsatz von ca. 15 Mio. € benötigt, weswegen wir in unserem DCF-Modell für das Jahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von ca. 125 Mio. € unterstellen.
- Auf Basis der unveränderten Unternehmens-Guidance werden wir bei unseren Umsatz- und Ergebnisschätzungen des laufenden Geschäftsjahres sowie der kommenden Perioden ebenfalls keine Veränderungen vornehmen. Klar ist jedoch, dass die Gesellschaft im vierten Quartal 2018, dem traditionell stärksten Jahresquartal, neue Rekordwerte erreichen muss, um die Jahresziele zu erfüllen. Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft im vierten Quartal nennenswerte Lizenzumsätze erzielt. Zudem sollte die USU Software AG durch den Wegfall der außerordentlichen Aufwendungen von zusätzlichen Ergebnisimpulsen profitieren.
- Wir haben das DCF-Bewertungsmodell daher unverändert gelassen und damit bestätigen wir das bisherige Kursziel je Aktie in Höhe von 26,60 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 19,25 € beläuft sich das Kurspotenzial der USU-Aktie auf 38,2 % und folglich vergeben wir das Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

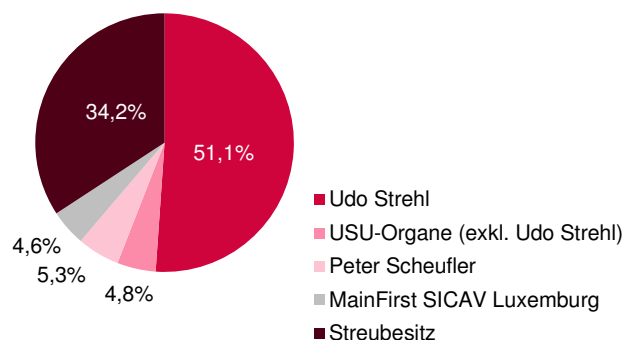
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 9M 2018.....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 9M 2018 .....	5
Ergebnisentwicklung 9M 2018 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2018 .....	7
<b>Prognose und Modellannahmen .....</b>	<b>8</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>9</b>

## UNTERNEHMEN

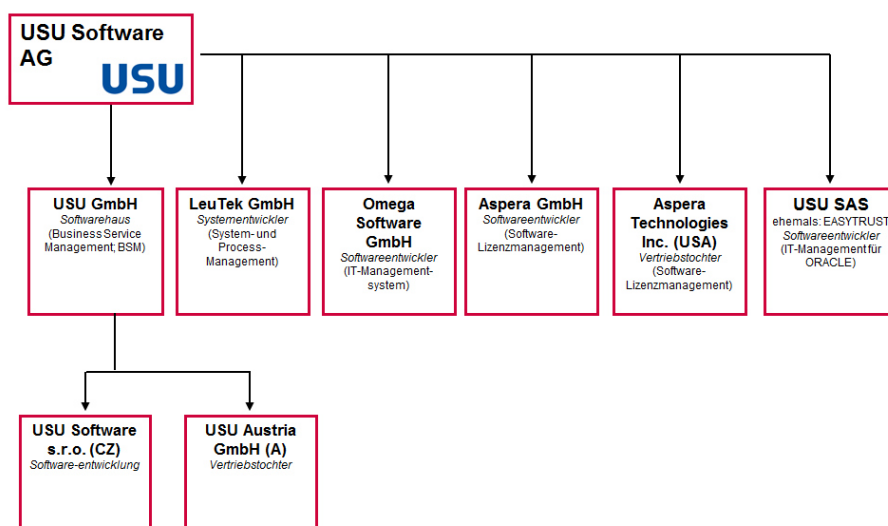
### Aktionärsstruktur

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 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 9M 2018

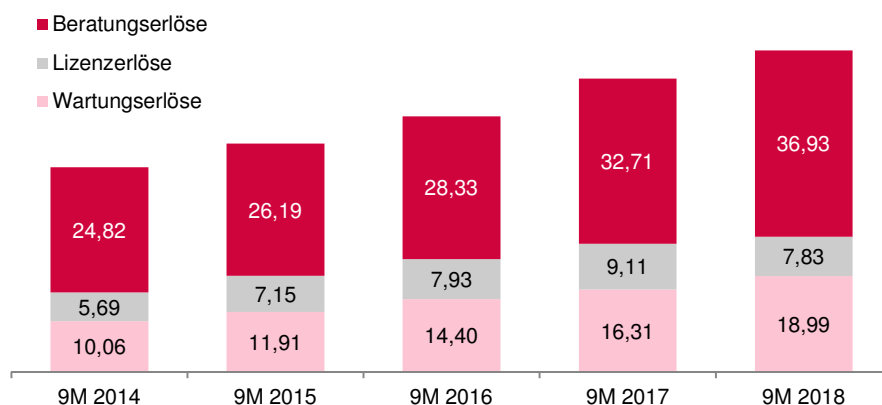
GuV in Mio. €	Q3 2017	Q3 2018	Δ Q3/Q3	9M 2017	9M 2018	Δ 9M/9M
Umsatzerlöse	20,04	22,50	+12,3%	58,91	64,28	+9,1%
davon Wartung/SaaS	5,60	7,30	+30,4%	16,31	18,99	+16,5%
davon Lizenzzerlöse	3,32	2,87	-13,6%	9,11	7,83	-14,1%
davon Beratung	10,97	12,28	+11,9%	32,71	36,93	+12,9%
EBITDA	0,97	1,92	+97,6%	2,75	2,87	+4,4%
EBITDA-Marge	4,9%	8,5%		4,7%	4,5%	
EBIT	0,27	1,22	+345,3%	0,70	0,75	+7,0%
EBIT-Marge	1,4%	5,4%		1,2%	1,2%	
bereinigtes EBIT	0,79	1,57	+99,5%	2,35	1,82	-22,5%
bereinigte EBIT-Marge	3,9%	7,0%		4,0%	2,8%	
Periodenergebnis	0,02	0,95		-0,03	0,27	

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 9M 2018

Die USU Software AG hat im abgelaufenen dritten Quartal 2018 mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 12,3 % auf 22,50 Mio. € (Q3/17: 20,04 Mio. €) die Rückkehr zur erwarteten hohen Wachstumsdynamik erreicht, nachdem es noch im vorhergehenden zweiten Quartal zu Projektverschiebungen gekommen war. Ein Teil dieser Projektverschiebungen, die insbesondere in den USA und in Westeuropa zu einer Verschiebung von Lizenzumsätzen geführt hatten, wurde im dritten Quartal 2018 abgearbeitet. Dies macht sich zwar in einem unterjährigen Anstieg der Lizenzzerlöse bemerkbar, an das Vorjahresniveau konnte die Gesellschaft jedoch weiterhin nicht anknüpfen. Wie derzeit in der Gesamtbranche üblich, werden viele Neuverträge als SaaS-Lösung geschlossen, was zu einer Verstetigung der Umsätze, jedoch zu einem allgemeinen Rückgang einmaliger Lizenzzerträge führt. Für die USU Software AG geht diese Verschiebung zwar mit einem Rückgang der Lizenzzerträge aber mit einem vergleichsweise starken Anstieg der Wartungs-/SaaS-Erlöse einher. Diese lagen im dritten Quartal um 30,4 % deutlich über dem Vorjahreswert.

### Produktbezogene Umsatzerlöse auf 9 Monatsbasis (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf 9-Monatsbasis konnte bei den Wartungserlösen das Vorjahresniveau um 16,5 % auf 18,99 Mio. € (9M/17: 16,31 Mio. €) ebenfalls signifikant übertroffen werden, was zu einem Anstieg der Gesamtumsätze in Höhe von 9,1 % geführt hatte. Darüber hinaus setzte sich der positive Trend bei den Beratungserlösen weiter fort, auf Basis einer hohen Auslastung der ausgebauten Beratermannschaft. Hier profitiert die USU Software von

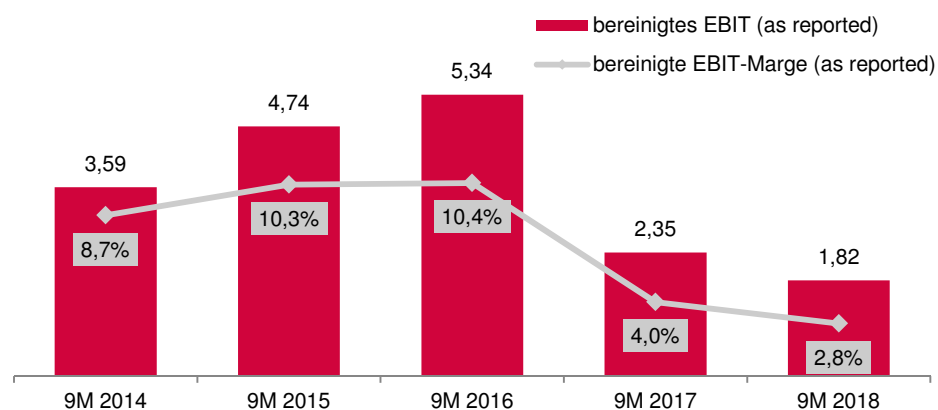
zahlreichen Projektaufträgen, die die Umsetzung der Digitalisierungsstrategie in Unternehmen unterstützen.

## Ergebnisentwicklung 9M 2018

In den ersten neun Monaten 2018 kletterte das EBIT um 7,0 % auf 0,75 Mio. € (9M/17: 0,70 Mio. €) und partizipierte somit nicht vollumfänglich am rund 9 %igen Umsatzanstieg. In der unterjährigen Betrachtung werden jedoch die im zweiten Halbjahr eingesetzten Aufholeffekte ersichtlich, da noch zum Ende des zweiten Quartals ein negatives EBIT vorlag. Alleine im dritten Quartal 2018 hatte die USU Software AG ein EBIT in Höhe von 1,22 Mio. € (Q3/17: 0,27 Mio. €) erzielt und damit, wie avisiert, die Rückkehr zum überproportionalen Ergebniswachstum erreicht.

Auch beim um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinigten EBIT weist die Gesellschaft eine ähnliche, von Aufholeffekten im dritten Quartal geprägte Tendenz, auf:

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Dass das operative Ergebnis noch unter dem Vorjahresniveau liegt, ist unter anderem an den erfolgten Investitionen in das Auslandswachstum und den damit einhergehend höheren Vertriebs- und Marketingkosten geschuldet. Zudem hat die Gesellschaft, als Vorbereitung für die Erreichung der Mittelfristziele, den Belegschaftsausbau, trotz eines hinsichtlich IT-Fachkräften kompetitiven Umfelds, fortsetzen können. Zum 30.09.2018 waren 703 Mitarbeiter (30.09.2017: 661) bei den USU-Gesellschaften angestellt.

Darüber hinaus sind 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) angefallen. Da der überwiegende Teil der genannten Maßnahmen im ersten Halbjahr erfolgt ist, wurde bereits im dritten Quartal ein deutlicher Ergebnisanstieg erzielt. Dieser Trend sollte sich im vierten Quartal fortsetzen und die USU Software AG sollte entsprechend eine erneut überproportionale Margenentwicklung erreichen.

## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2018

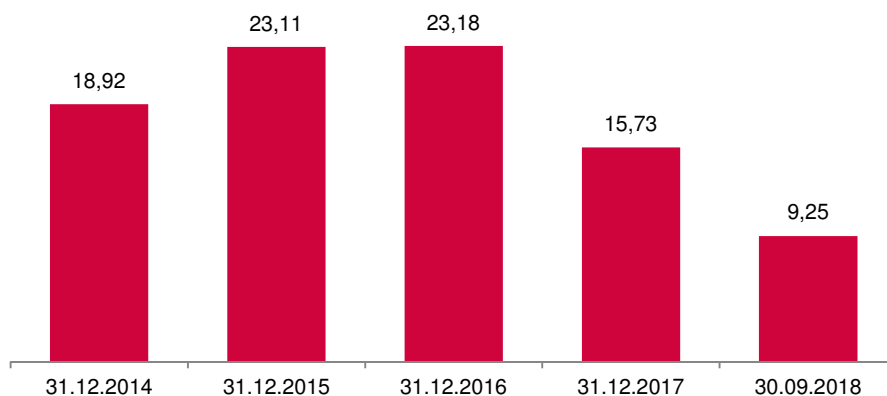
in Mio. €	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2018
Eigenkapital (EK-Quote)	63,62 (69,2%)	63,01 (63,4%)	58,98 (65,8%)
Operatives Anlagevermögen	43,82	52,93	51,61
Working Capital	-4,37	-2,01	-1,74
Liquide Mittel	23,18	15,73	9,25
Cashflow - operativ	5,13	5,17	-1,57
Cashflow - Investition	-1,18	-8,23	-0,77
Cashflow - Finanzierung	-3,88	-4,21	-4,21

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Bei einer vergleichsweise soliden Entwicklung der Bilanzrelationen hat sich bei der USU Software AG das Eigenkapital etwas auf 58,98 Mio. € (31.12.17: 63,01 Mio. €) reduziert. Das noch niedrige Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,27 Mio. € der ersten neun Monate 2018 hatte noch nicht ausgereicht, um die im dritten Quartal 2018 erfolgte Dividendenausschüttung in Höhe von 4,21 Mio. € (0,40 € je Aktie) auszugleichen. Durch den erwarteten Anstieg des Nachsteuerergebnisses sollte das Eigenkapital zum Ende des Geschäftsjahres wieder oberhalb des Niveaus vom 31.12.2017 ansteigen. Ohnehin verfügt die USU Software AG über ausreichendes Eigenkapital und über eine überdurchschnittlich hohe EK-Quote in Höhe von 65,8 % (31.12.17: 63,4 %).

Die Dividendenzahlung sowie vor allem eine Steuervorauszahlung nach dem Auslaufen der Verlustvorträge der USU AG hatten den Liquiditätsbestand (inkl. Wertpapiere) des USU-Konzerns auf 9,25 Mio. € (VJ: 15,73 Mio. €) gemindert. Grundsätzlich weist die Gesellschaft hohe Liquiditätszuflüsse aus dem operativen Geschäft aus, so dass zum Ende des laufenden Geschäftsjahres wieder mit einem operativ bedingten Anstieg der liquiden Mittel zu rechnen ist.

### Liquide Mittel (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der tendenzielle Rückgang der liquiden Mittel basiert zudem auf den erfolgten Unternehmenserwerben der vergangenen Berichtsperioden. Alleine im Vorjahr hatte für den Erwerb der beiden Gesellschaften unitB technology und der EASYTRUST ein Liquiditätsabfluss in Höhe von 7,13 Mio. € stattgefunden. Nach wie vor verfügt die Gesellschaft aber über einen ausreichenden Liquiditätsbestand, um mögliche Opportunitäten beim anorganischen Wachstum wahrzunehmen.



## PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

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

Quelle: GBC AG

Mit der Veröffentlichung der 9-Monatszahlen sieht sich das USU-Management auf einem guten Weg, die Unternehmensprognosen zu erreichen. Folglich werden weiterhin für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 93 – 98 Mio. € bei einem bereinigten EBIT in Höhe von 7,5 – 10 Mio. € gerechnet. Auch die mittelfristige Planung, wonach bis 2021 Umsatzerlöse in Höhe von 140 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 20 Mio. € erreicht werden sollen, wurde bestätigt. Für das Erreichen der Mittelfristplanung wird ein anorganischer Konzernumsatz von ca. 15 Mio. € benötigt, weswegen wir in unserem DCF-Modell für das Jahr 2021 Umsatzerlöse in Höhe von ca. 125 Mio. € unterstellen.

Auf Basis der unveränderten Unternehmens-Guidance werden wir bei unseren Umsatz- und Ergebnisschätzungen des laufenden Geschäftsjahres sowie der kommenden Perioden ebenfalls keine Veränderungen vornehmen. Klar ist jedoch, dass die Gesellschaft im vierten Quartal 2018, dem traditionell stärksten Jahresquartal, neue Rekordwerte erreichen muss, um die Jahresziele zu erfüllen. Ausgehend von unseren innerhalb der Unternehmens-Guidance liegenden Prognosen müssten im vierten Quartal Umsatzerlöse in Höhe von 30,6 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 6,6 Mio. € und damit jeweils neue Rekordwerte erzielt werden. Die verschobenen Projekte (vornehmlich hochmarginale Lizenzträge) dürften teilweise noch im vierten Quartal abgeschlossen werden. Nach Vorstandsangaben ist zudem die Lizenzpipeline gut gefüllt, woraus sich ein deutliches Lizenzwachstum zum Ende des Geschäftsjahres 2018 erwarten lässt.

Ergebnisseitig dürfte die USU Software AG, neben dem überproportionalen Wachstum bei den margenstarken Produkterträgen, von einem geringeren Kostenanstieg profitieren. Es dürfte zwar ein weiterer Anstieg bei der Belegschaft, als Vorbereitung für das weitere Umsatzwachstum erfolgen, dieser dürfte jedoch geringer ausfallen als bisher. Darüber hinaus werden keine weiteren außerordentlichen Aufwendungen im Zusammenhang mit der bereits im ersten Halbjahr 2018 erfolgten Neustrukturierung unymira oder der Vereinheitlichung der Konzern-IT anfallen.

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 daher unverändert gelassen und damit bestätigen wir das bisherige Kursziel je Aktie in Höhe von 26,60 €. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs in Höhe von 19,25 € beläuft sich das Kurspotenzial der USU-Aktie auf 38,2 % 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)