

# EASY SOFTWARE AG

22. September 2017



## Basisstudie

### Analyst

Daniel Großjohann  
+49 69 71 91 838-42  
daniel.grossjohann@bankm.de

### Bewertungsergebnis

# KAUFEN

(vormals KAUFEN)

### Fairer Wert

# € 8,03

(vormals € 6,25)

Find BankM Research on Bloomberg, CapitalIQ, Factset, ResearchPool, Thomson Reuters, vwd and www.BankM.de

## Digitalisierungsinvestment mit attraktivem Chance/Risiko-Profil

Die Halbjahreszahlen der EASY SOFTWARE AG zeigen einen Umsatzanstieg von 5,2% und eine Verbesserung der bereinigten Ergebniszahlen. Die neue Lösungswelt wurde erfolgreich im Markt angenommen und der jüngste Newsflow bzgl. Partnerschaften (Haufe/Lexware) und erster Schritte im IoT-Markt ist in unseren Augen sehr positiv, schlägt sich aber derzeit noch nicht im Ergebnis nieder. Für Investoren stellt dies einen guten Einstiegszeitpunkt dar: Das Restrukturierungsprogramm EASY FIT wird noch in diesem Jahr erfolgreich abgeschlossen werden, auch bei Rechtsberatungskosten dürfte der Peak überschritten sein. Gleichzeitig bieten Partnerschaften wie mit Haufe/Lexware und das SaaS-Geschäft (u.a. EASY Cloud) künftig ein hohes Skalierungspotenzial. Gemessen am EV/Umsatz ist EASY – auch nach dem Kursanstieg der letzten Monate - günstiger als vergleichbare Unternehmen im ECM-Umfeld. Der zu erwartende Margenanstieg wird eine Neubewertung anstoßen.

- Im ersten Halbjahr zeigte EASY einen Umsatz von € 19,6 Mio. (+5,2%). Das Konzernergebnis lag mit € -0,77 Mio. noch im negativen Bereich, verbesserte sich gegenüber dem bereinigten Wert des Vorjahreszeitraums (€ -1,45 Mio.) jedoch bereits deutlich. H2 wird bei saisontypisch höheren Umsätzen einen deutlich positiven Ergebnisbeitrag liefern.
- Die digitale Transformation des Mittelstandes ist ein wesentlicher Treiber im ECM-Markt. EASY tritt gegenüber den Kunden als Problemlöser auf und bietet auf Basis der eigenen Standardsoftware individualisierte Ansätze, um konkrete Themen (etwa Eingangsrechnungsautomatisierung, digitale Personalakte) anzugehen, die einen schnellen und gut nachvollziehbaren ROI versprechen. Zudem hat EASY die vergangenen Jahre genutzt, um sich auch thematisch in anderen Themen der Digitalisierung (IoT-Anwendungen, SaaS, Mobility) zu positionieren und über neue Vertriebswege/Kooperationen auch die Möglichkeit geschaffen, neue (gut skalierbare) Kundengruppen anzusprechen.
- Ausblick des Unternehmens:** Die Entwicklung in H1 lag im Rahmen der Erwartungen des Unternehmens. Für 2017 plant EASY (unter der Prämisse weiterhin positiver Entwicklung der Zielmärkte) daher mit einem Umsatzanstieg zwischen 3,5% und 7,4% auf € 41,9 Mio. bis € 43,5 Mio. und einem EBITDA zwischen € 3,1 Mio. und € 3,8 Mio. Herausforderungen bilden das Hochlaufen des Cloud-Geschäftes und das Recruiting.

### Ergebniskennzahlen

Jahr	Umsatz (Mio. €)	EBITDA (Mio. €)	EBIT (Mio. €)	EBT (Mio. €)	ber. JÜ (Mio. €)	ber. EPS (€)	DPS (€)	EBITDA- Marge	Netto- Marge
2015	39,1	4,9	2,6	3,2	0,7	0,12	0,00	12,4%	1,3%
2016	40,5	2,0	-0,2	0,6	0,6	0,11	0,00	4,8%	1,4%
2017e	42,9	3,5	1,3	2,1	1,9	0,35	0,00	8,2%	4,5%
2018e	45,5	4,6	2,3	3,1	2,7	0,51	0,00	10,2%	6,0%
2019e	47,8	6,3	3,8	4,6	4,1	0,76	0,00	13,2%	8,6%

Quelle: BankM-Research

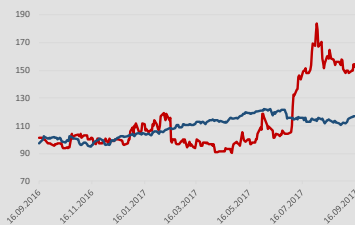
Branche	Software
WKN	563400
ISIN	DE0005634000
Bloomberg/Reuters	ESY:GR / ESYG.DE
Rechnungslegung	IFRS
Geschäftsjahr	31.12.
Geschäftsbericht 2017	n.a.
Marktsegment	Regulierter Markt
Transparenzlevel	General Standard

Finanzkennzahlen	2017e	2018e	2019e
EV/Umsatz	0,92	0,87	0,83
EV/EBITDA	11,3	8,5	6,3
EV/EBIT	30,7	17,4	10,4
P/E bereinigt	19,6	13,8	9,2
Preis/Buchwert	1,5	1,4	1,2
Preis/FCF	36,7	8,5	6,4
ROE (in %)	8,0	10,4	13,9
Dividendenrendite (in %)	0,0	0,0	0,0

Anzahl ausst. Aktien (in Mio.)	5,40
Marktkap. / EV (in € Mio.)	24,3 / 26,3
Free float (in %)	73,16
Ø tägl. Handelsvol. (3M, in €)	24.000
12M hoch / tief (in €; XETRA-Schluss)	8,54 / 4,20
Kurs 21.09.2017 (in €; XETRA-Schluss)	6,97

Performance	1M	6M	12M
absolut (in %)	-5	55	50
relativ (in %)	-8	50	29

Vergleichsindex DAXsubsec. Software



EASY SOFTWARE AG (XETRA) rot/hell im Vergleich mit DAXsubsector IT/Services (blau/dunkel)

Quelle: Deutsche Börse AG

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Diese Studie wurde aufgrund eines Mandatsverhältnisses im Auftrag des Emittenten erstellt, der Gegenstand der Studie ist. BankM – Repräsentanz der FinTech Group Bank AG ist Designated Sponsor der Aktie und hält in diesem Zusammenhang regelmäßig Wertpapierpositionen in der Aktie des Emittenten. Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden und die Kurse der Wertpapiere können steigen oder fallen. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Anleger handeln auf eigenes Risiko. Das für die Erstellung dieses Dokuments verantwortliche Unternehmen ist die FinTech Group Bank AG, Frankfurt.

## Inhalt

<b>INVESTMENT CASE</b>	<b>3</b>
<b>UNTERNEHMENSPROFIL</b>	<b>4</b>
<b>Vorstand</b>	<b>5</b>
<b>Aktionärsstruktur</b>	<b>5</b>
<b>GESCHÄFTSMODELL UND STRATEGIE</b>	<b>6</b>
<b>MARKTUMFELD</b>	<b>10</b>
<b>Marktstruktur und Wettbewerber</b>	<b>10</b>
<b>ERTRAGS- UND VERMÖGENSLAGE</b>	<b>14</b>
<b>BEWERTUNG</b>	<b>14</b>
<b>DCF-Modell</b>	<b>14</b>
<b>Sensitivitätsanalyse</b>	<b>15</b>
<b>Peer-Group-Vergleich</b>	<b>15</b>
<b>Bewertungsfazit</b>	<b>18</b>
<b>SWOT-ANALYSE</b>	<b>19</b>
<b>FACHBEGRIFFSGLOSSAR/ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b>	<b>20</b>
<b>TABELLENANHANG</b>	<b>21</b>
<b>RISIKOHINWEISE, RECHTLICHE ANGABEN, HAFTUNGS AUSSCHLUSS (DISCLAIMER)</b>	<b>24</b>

## Investment Case

Der klassische **ECM-Markt verändert sich**: Kunden erkennen die vielfältigen Potenziale der Digitalisierung und fordern Funktionalitäten über die rechtssichere Archivierung hinaus. Zugleich werden die Unternehmen offener für SaaS-, PaaS- und Cloud-Ansätze. EASY hat diese Bedürfnisse in der eigenen Lösungswelt abgebildet und folgt dabei dem Motto „**Ergänzen statt ersetzen**“. Services und automatisierte Workflows gruppieren sich um das klassische ECM herum und ermöglichen den Kunden so effizientere Prozesse und neue Geschäftsmodelle (IoT). Die wichtigste **Abgrenzung zu Wettbewerbern** in einem fragmentierten Markt ist dabei die Kombination verschiedener eigener Stärken wie Technologiekompetenz, Partnernetzwerk/Marktführerschaft (in D), Reputation im ECM-Umfeld, Innovationskraft und (insbesondere ggü. ausländischen Peers) Rechtssicherheit sowie ein zertifiziertes, inländisches Rechenzentrum.

EASY hat in 9/2016 die neueste Generation seiner themenorientierten Lösungssuiten vorgestellt. Die Halbjahreszahlen 2017 zeigen, dass diese Lösung, die auf Bewährtem aufbaut und zusätzlich die Themen Kollaboration/Mobilität adressiert, im Markt gut aufgenommen wird. Die Lösung ermöglicht den Kunden effizientere Arbeitsprozesse (u.a. durch Automatisierung, vordefinierte Workflows) und bringt so einen **schnellen, nachvollziehbaren ROI**.

EASY profitiert von der allgemeinen Digitalisierungswelle im Mittelstand, der neuen Ansätzen (wie Cloud Computing/SaaS) offener gegenübersteht als noch vor einigen Jahren. Die zur EASY World vorgestellte „**EASY Cloud**“ ist ein Ansatz, der die **EASY-Partner einbezieht**, denn diese können Apps auf Basis der Lösung entwickeln und verkaufen – hiervon würden nicht nur die entwickelnden Partner (die eigene Software-Erlöse erzielen) profitieren, sondern auch das gesamte EASY Cloud-Ökosystem gestärkt werden.

EASY-Lösungen werden i.d.R. über Beratungsleistungen verkauft, die durch EASY selbst oder die zahlreichen EASY-Partner erbracht werden. Dies ist bei (standardisierten) Cloud-Angeboten von Partnern (wie Haufe Lexware) und der EASY Cloud nicht (zwingend) der Fall. Insofern bieten die EASY Cloud und Partner-Angebote auch einen Ansatz um das Auslandsgeschäft zu stärken.

In den letzten Jahren waren die Gewinne der EASY oft durch Sonderfaktoren belastet. Viele dieser Faktoren (u.a. Restrukturierungskosten im Zuge von EASY FIT) schlugen 2017 letztmals zu Buche. Für einen Softwarehersteller (ohne „Innovationsstau“, d.h. mit modernisiertem Lösungsportfolio und dezidiertem Cloud-Strategie) ist EASY mit einem EV/Umsatz von knapp unter 1 ungewöhnlich günstig. Wir denken, dass die Neubewertung der EASY-Aktie bereits eingesetzt hat und sich - getrieben von den Triggern „Cloud-Geschäft“ und „Margenverbesserungen“ - mittelfristig fortsetzen dürfte. Den Fairen Wert pro Aktie sehen wir bei € 8,03 – bei insgesamt eher konservativen Margenannahmen in der mittleren und langen Frist.

**Der ECM-Markt wandelt sich - EASY nutzt sich bietende Gelegenheiten, ...**

**... verfügt über moderne Lösungssuiten...**

**...und ein skalierbares Cloud-Modell (das die Partner einbezieht)**

**Skalierung des Vertriebs als Margenhebel**

**Fundamental günstig, beginnende Neubewertung zeichnet sich ab**

## Unternehmensprofil

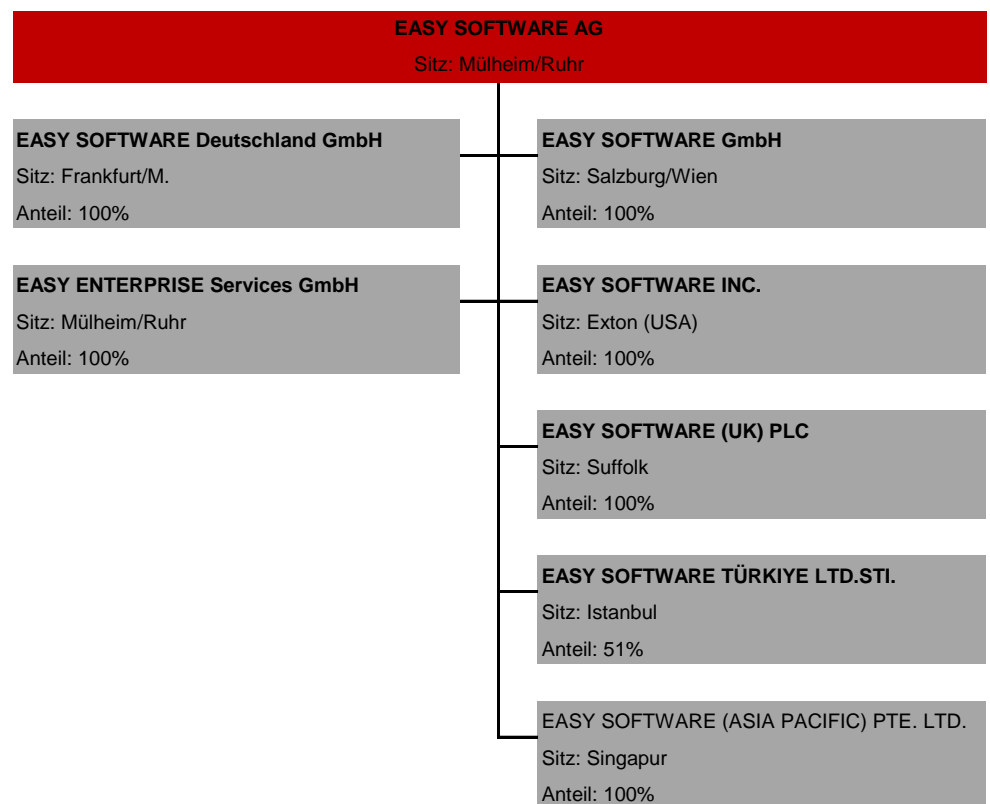
**EASY SOFTWARE:  
ECM-Marktführer im  
deutschen Mittelstand**

Die 1990 gegründete EASY SOFTWARE AG mit Hauptsitz in Mülheim/Ruhr ist seit 1999 an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. EASY entwickelt Standardsoftware für Unternehmensanwendungen und vertreibt diese im Direktvertrieb über ihr Partnernetzwerk und im Onlinevertrieb (u.a. Partnermarktplätze). Als führender Anbieter von Enterprise Content Management (ECM)-Lösungen verfügt das Unternehmen heute auch über Lösungen, die über dieses Kernthema hinausgehen. Mit dem Managed Services Angebot und der jüngst vorgestellten „EASY Cloud“ setzt das Unternehmen verstärkt auch auf ein PaaS/SaaS-Geschäftsmodell, an dem auch die EASY-Partner – etwa über die Entwicklung eigener Applikationen - teilhaben können. Im Geschäftsjahr 2016 erwirtschaftete das Unternehmen mit seinen 260 Mitarbeitern einen Konzernumsatz von € 40,5 Mio.

**Klare rechtliche  
Struktur mit starker  
AG**

Rund 70% der Außenumsätze in 2016 erzielte EASY im Inland. Die Struktur der Tochtergesellschaften ist übersichtlich, in der Regel bestehen 100%ige Beteiligungen. Der Schwerpunkt der **EASY SOFTWARE AG** liegt auf der Produkterstellung, während die **EASY SOFTWARE Deutschland GmbH** den Direktvertrieb in Deutschland verantwortet. Der **EASY ENTERPRISE Services GmbH**, die die Cloud-Aktivitäten der EASY bündelt, kommt eine tragende Rolle bei der Transformation vom angestammten Lizenz- und Wartungsgeschäft hin zu einem SaaS (Software-as-a-Service) Modell zu. Das Auslandsgeschäft wird über eigene rechtliche Einheiten abgebildet, die jeweils einen Direktvertriebsauftrag für das entsprechende Land besitzen.

### Grafik 01: Organigramm



Quelle: Unternehmensangaben, Darstellung: BankM Research

Ferner verfügt EASY bei der **otris software AG** (Dortmund) und der **friendWorks GmbH** (Straubing) über Anteile von 46% bzw. 52%, ist aber ohne beherrschenden Einfluss, weshalb diese Gesellschaften at-Equity in den Konzernabschluss einbezogen werden.

## Zwei at-Equity-Beteiligungen

## Vorstand

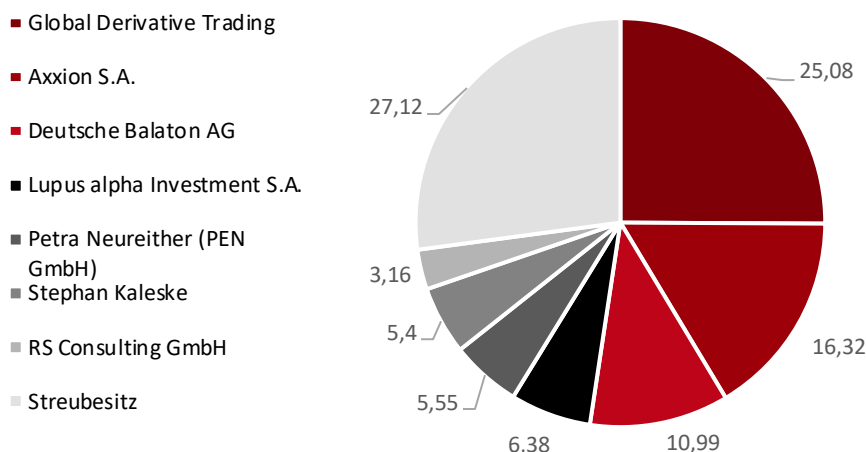
Vorstandssprecher der EASY SOFTWARE ist seit Oktober 2013 **Willy Cremers**. Herr Cremers hatte zuvor u.a. bei der Siemens AG und der Siemens Nixdorf AG Führungspositionen besetzt. Der Vorstandsvertrag von Herrn Cremers endet mit Ablauf dieses Geschäftsjahres. Auf Bitten des Aufsichtsrates hat sich Herr Cremers jedoch bereit erklärt, seinen Nachfolger im ersten Halbjahr 2018 zu unterstützen. Der in 6/2016 berufene Vorstand **Thorsten Eska** war zuvor in Führungspositionen u.a. bei CANCOM SE tätig und verfügt über besondere Expertise in den Themen Firmenintegration, Change-Projekte, Compliance und Prozessoptimierung. Er verantwortet bei EASY die Bereiche Finanzen, Verwaltung, Personal, Legal Services, Einkauf und Auftragsbearbeitung.

## Zweiköpfiger Vorstand

## Aktionärsstruktur

Das Aktionariat der EASY SOFTWARE AG umfasst mehrere institutionelle Investoren. Größter Einzelaktionär ist die Global Derivative Trading GmbH mit 25,08%. Die jüngst erfolgte Umplatzierung eines größeren Aktienpakets (11%) aus dem Besitz des ehemaligen Aufsichtsrats Manfred Wagner (mit dem sich die Gesellschaft in einem Rechtsstreit befand) an mehrere langfristig orientierte Anleger hat den Kurs belebt. Zu den Investoren, die ihre Positionen im Zuge der Umplatzierung aufstockten bzw. aufbauten, zählten Axxion S.A. (aktueller Anteil: 16,32%), Deutsche Balaton (10,99%) PEN GmbH (5,55%) und Herr S. Kaleske (5,4%).

## Grafik 02: Aktionärsstruktur EASY Software AG



Quelle: Deutsche Börse AG, Unternehmensmeldungen

## Geschäftsmodell und Strategie

Die EASY SOFTWARE AG ist ein führender Hersteller von ECM-Lösungen mit starker Kundenbasis und marktführender Stellung im Heimatmarkt Deutschland. Ergänzend zum Softwareangebot bietet die Gesellschaft **Beratungsleistungen**, Installation und Konfiguration der **Produkte/Lösungen**, **Managed Services** sowie Schulungen und Support. EASY wandelt sich vom Technologiezulieferer zum Lösungsanbieter und unterstützt ihre Kunden bei der Digitalisierung (u.a. Automatisierung von dokumentenzentrierten Prozessen). Mit dem neu aufgestellten Lösungsportfolio (9/2016) und der 9/2017 vorgestellten EASY Cloud adressiert EASY auch gezielt aktuelle Digitalisierungstrends (wie Mobilität/Kollaboration). Ein SaaS-Ansatz soll zunehmend das klassische Lizenz- und Wartungsgeschäft ablösen.

### Produktstrategie

Die Lösungswelt der EASY beruht auf **vier Softwaresuiten**, die konkret für bestimmte Kundenbedürfnisse („Open System“, „Anywhere“, „SAP“, „At your Service“) zusammengestellt wurden und mittels individueller Lösungsbausteine erweiterbar sind. So können auch spezifische Problemstellungen produktseitig weitgehend standardisiert adressiert werden. Ergänzt wird dieses Konzept durch die mittels SPIRIT entwickelte EASY Cloud, die Unternehmen sowie Partnern und Entwicklern eine komfortable Lösung bietet, um (individuelle) Workflows/Prozesse aus der Cloud zu beziehen bzw. dort bereitzustellen.

**Produktstrategie – Standardsoftware, die individuelle Kundenanforderungen abbilden kann**

### Grafik 03: EASY-Lösungswelten und Projektprozess

Kundenanforderungen	EASY Lösungen	Wertsteigerung beim Kunden
Kundenbedarf Identifikation dokumentenintensiver Geschäftsprozesse	EASY ECM Suite "Open System"	- schnellere Prozesse - "faster time to market" - GoBD-konform
Anforderungen EASY prüft für den Kunden welche (rechtlichen) Anforderungen erfüllt sein müssen	EASY PCM Suite "SAP"	- verbesserte Kosteneffizienz - größere Transparenz - größerer Ertrag
Kundenwunsch und Anforderungsprüfung durch EASY	EASY SPIRIT Suite "Any where"	- Sicherheit & Qualität - Unabhängigkeit von Mitarbeitern - Zufriedenheit der Kunden
	Auswahl einer passenden Lösung durch EASY	Effizienzgewinn beim Kunden

Quelle: EASY SOFTWARE, Darstellung: BankM Research

Die EASY-Lösungen/Lösungssuiten sind modular aufgebaut und richten sich vor allem an den Mittelstand/gehobenen Mittelstand. EASY folgt bei den Modulen dem Leitmotiv „Ergänzen statt Ersetzen“. Funktionale Überlappungen, die zu „Kannibalisierungseffekten“ führen könnten, bestehen nicht. Über die verschiedenen Vertriebskanäle kann eine große Bandbreite von zu adressierenden Unternehmen erreicht werden, von Freiberuflern /Kleinunternehmen (als White Label-Lösung über Partner Haufe Lexware) bis hin zu Großkonzernen (Direktvertrieb). Mittels der eigenen Module/Applikationen und vorkonfigurierten Lösungen kann EASY kundenindividuelle Lösungen

bereitstellen, die sich in jede bestehende Softwareumgebung nahtlos integrieren lassen. Durch die neue EASY Cloud gewinnen die Kunden und Partner (Entwickler) mehr Spielräume, neue individuelle Prozesse zu entwickeln, für die es noch keine Module gibt.

Die Lösungen der EASY adressieren konkrete Fragestellungen in Unternehmen. Der ROI der einzelnen Digitalisierungsprojekte sollte sich über Vorher-/Nachher-Analysen gut abschätzen lassen, so dass die Lösung über rein betriebswirtschaftliche Argumente verkauft werden kann (was bei IT-Projekten nicht selbstverständlich ist). Das Modul „EASY Invoice“ beispielsweise, das bei 200 EASY-Kunden in Betrieb ist, automatisiert die Eingangsrechnungsbearbeitung (digital und Papier), indem Daten eingescannt, digital erfasst/extrahiert und die extrahierten Daten auf Plausibilität geprüft werden. Dann werden die validierten Daten in den Freigabe-Workflow gegeben und dem Kostenstellenverantwortlichen zugestellt. Unternehmen können anhand der dadurch entfallenden manuellen Prozessschritte ziemlich genau beziffern, wie schnell sich eine Digitalisierung dieses häufigen Prozesses rechnet. Neben dem Effizienzgewinn nimmt i.d.R. auch die Mitarbeiterzufriedenheit zu, da die Mitarbeiter von einfachen, wiederkehrenden Aufgaben entlastet werden.

## Service/Dienstleistungsstrategie

Mit **Managed Services** und dem IT-Beratungsgeschäft („EASY beyond“) adressiert EASY die Kunden auch mit eigenen Services. Bei den Managed Services handelt es sich um (skalierbare) Outsourcingleistungen, wie den Betrieb der EASY-Anwendungen und die Bereitstellung der erforderlichen Infrastruktur gemäß den Best Practice Standards der IT-Industrie (ITIL). Die Bereitstellung kann, je nach Kundenwunsch, On Premise, aus der Cloud oder in einem hybriden Betriebsmodell erfolgen. Die Managed Services generieren gut kalkulierbare wiederkehrende Umsätze. Im klassischen Beratungsgeschäft ist EASY Ansprechpartner für Fragen rund um ECM-Lösungen, Digitalisierung und die Automatisierung von (dokumentenbasierten) Prozessen.

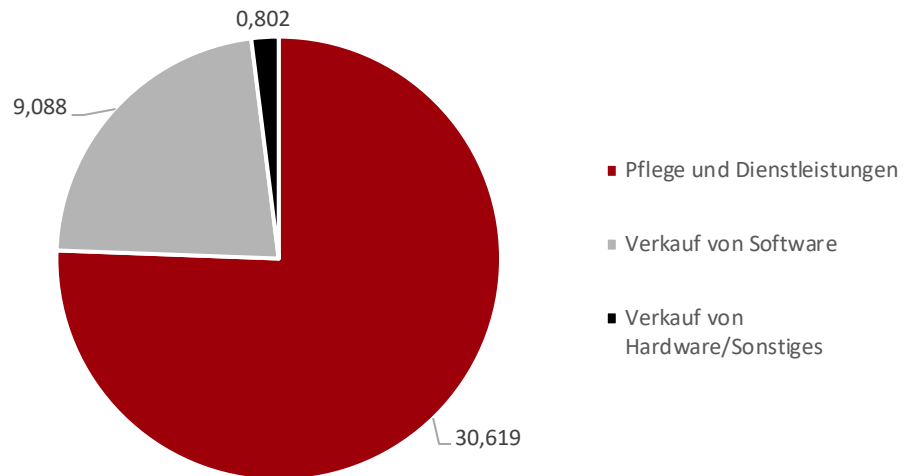
Die nachfolgende Grafik bietet einen Überblick über den Umsatzsplit 2016 auf Konzernebene. Die größte Umsatzart (**Software-)pflege und Dienstleistung** ist nicht weiter untergliedert, aus der Umsatzaufteilung der AG lässt sich jedoch schließen, dass die Softwarepflege allein rund 50% des Konzernumsatzes ausmachen dürfte. Dies ist auf die **große Bestandskundenbasis** der EASY zurückzuführen.

**EASY-Lösungen bieten messbaren Mehrwert und lösen konkrete Problemstellungen der Kunden**

**Managed Services sorgen für wiederkehrende Umsatzbasis**



**Grafik 04: Umsatzmix 2016 (in € Mio.)**



Quelle: EASY SOFTWARE (GB 2016)

## Zielgruppenbezogene Ansprache

### Vertriebsstrategie

Der Kunde kann die Lösungen der EASY – mit Ausnahme standardisierter Cloud-Angebote - nicht selbst installieren, da eine tiefe Integration in die bestehende IT-Landschaft nötig ist. Der Verkauf (außer beim reinen Onlinevertrieb) geht daher typischerweise mit der Beratung durch EASY oder einen EASY-Partner einher. EASY verfügt über drei verschiedene Vertriebskanäle: Den **Direktvertrieb**, den Vertrieb über die **EASY-Partner** (u.a. Value Added Reseller) und den **Online-Vertrieb (u.a. Partnermarktplätze)**.

## Direktvertrieb: Industrie, Handel und große Accounts im Blick

Der Direktvertrieb besteht aus neun Mitarbeitern, die sich auf die Standorte Mülheim/Ruhr, Frankfurt/Main und Augsburg verteilen. Die Vertriebszyklen beim Direktvertrieb nehmen typischerweise 6-12 Monate in Anspruch bei reinen Applikationen, bei ECM-Projekten kann dies auch 0,5 bis 1,5 Jahre betragen. Zielkunden sind hier vor allem Industrie und Handel (Mittelstand) - bevorzugt mit SAP-Systemen im Einsatz - sowie einzelne Großkunden. Mit der Vorstellung der EASY Cloud ist auch die EASY-Website zu einem direkten Vertriebskanal geworden. Das Angebot hier richtet sich an Unternehmen und Entwickler, umfasst aber auch ein EASY Cloud Archive (beginnend mit einem Tarif für zwei Nutzer), das online erworben werden kann (für eine jährliche Nutzungsgebühr von rd. 600 Euro).

## Zahl der Partner wächst in H1 2017 um über 10%

Als Marktführer im Heimatmarkt Deutschland, verfügt das Unternehmen neben dem eigenen Direktvertrieb über **Partner**, deren Bandbreite vom **Independent Software Vendor (ISV)** bis zum **Value Added Reseller (VAR)** reicht. Die Anzahl der Partner beträgt gegenwärtig 80, wobei allein in H1 2017 neun neue Partner gewonnen werden konnten. Bei einem typischen Sales-Zyklus von 6-8 Wochen (Mittelstand) und 3-6 Monaten (große Accounts) dürften sich die vollen Effekte durch die neuen Partner in H2 entfalten. Wir gehen davon aus, dass EASY beim Wachstum der Partneranzahl sehr auf Qualität (statt Quantität) achtet, schließlich hat sich das Unternehmen im Zuge von EASY FIT auch von Partnern getrennt, die den eigenen Ansprüchen nicht genügen.

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



## Partnervertrieb (White Label)

Mit der Partnerschaft zur **Haufe Lexware GmbH & Co. KG** in 2017 hat EASY einen neuen Vertriebsweg erschlossen, der einen zusätzlichen Kundenkreis erschließt: Kleinere Unternehmen, die über den bisherigen Vertrieb nicht effizient adressiert werden konnten. Die Reichweite – gerade bei Unternehmen, die bisher keine professionelle Archivlösung besitzen – erhöht sich so enorm. Allein Haufe Lexware - deren Softwarelösungen Selbständige, Freiberufler und den unteren Mittelstand zur Zielgruppe haben - hat über 300.000 Kunden (mit durchschnittlich 3 - 4 Mitarbeitern). Die Erlöse pro Kunde sind mit der integrierten White Label-Lösung deutlich niedriger als im angestammten Geschäft, aber sehr gut skalierbar über die Vielzahl gleichartiger Nutzer. Gelingt es EASY bis Jahresende, die geplanten 2.000 Nutzer im Kleinkundensegment zu erreichen, entspräche dies nach Angaben von EASY monatlichen Umsätzen im fünfstelligen Bereich (was Umsätze von mindestens € 5 pro Monat/User in diesem Bereich impliziert). 6 Wochen nach dem Produktivstart konnte EASY durch die Haufe Lexware-Kooperation bereits 360 Kunden verzeichnen, wobei die Dynamik im Zeitverlauf noch zunahm.

**ECM-Funktionen-as-a-Service für Kleinkunden**

Neue Partnerschaften mit Multiplikatoren (wie **Haufe Lexware**), von denen ein Teil der EASY-Lösung/eine Funktionalität als White-Label-SaaS-Lösung (ohne Beratung) innerhalb einer anderen Lösungswelt verkauft wird, sind gerade im Hinblick auf Wachstums- und Skalierungsmöglichkeiten interessant. Der neue Vertriebsweg als White Label-Produkt weist ein großes Potenzial auf, da neue Kundengruppen adressiert werden können. Auch könnte dieser Vertriebsweg EASY im Ausland mittelfristig helfen, in neue Umsatzregionen vorzustoßen (wenn dort reichweitenstarke Partner gewonnen werden können, die die EASY-Technologie als White-Label Produkt verkaufen).

EASY hat im Wachstumsmarkt **Internet der Dinge** mit der Entwicklung einer Lösung für die **Ritter Energie- und Umwelttechnik GmbH & Co.KG**, bereits erste Schritte unternommen. Mittels der Lösung liest ein Ritter-Servicetechniker vor Ort beim Kunden Informationen aus installierten Heizsystemen der Ritter-Gruppe ein, die mobile Applikation der EASY ermöglicht die Erfassung der Daten mittels Smartphone oder Tablet und die anschließende Übertragung in die Verfahrenswelt von Ritter durch die Cloud-Plattform der EASY. Diese Public Cloud-Anwendung vereinfacht bisherige Arbeitsprozesse bei der Datenerfassung und legt den Grundstein für einen „predictive maintenance“ (vorbeugende Wartung)-Ansatz.

**Frühzeitig neue Einsatzfelder besetzen: Internet der Dinge**

Mit der Referenz Ritter-Gruppe kann EASY nun selbst weitere Unternehmen adressieren bei denen dokumentengetriebene IoT-Anwendungen sinnvoll scheinen. Dies können prinzipiell alle Prozesse sein, die bisher noch mit Medienbrüchen einhergehen und bei denen Daten dezentral erfasst und zentral gesammelt werden.

**IoT aktiv angehen**

Getreu dem Firmenmotto „Wir denken Sie voraus“ ist eine der augenfälligsten strategischen Veränderungen der letzten Jahre bei EASY, dass das Unternehmen sich stärker bemüht Zukunftsthemen (wie IoT) frühzeitig zu adressieren und hierbei voranzugehen. Vertriebslich hat das Unternehmen einen in unseren Augen eleganten Weg gefunden, um neue Kundengruppen durch indirekten Vertrieb zu erschließen, ohne dabei den weiterhin wichtigen Partnervertrieb einzuschränken. Auch für die Investoren ein spannendes Thema

**Produkt- und Vertriebsstrategie: EASY denkt voraus**

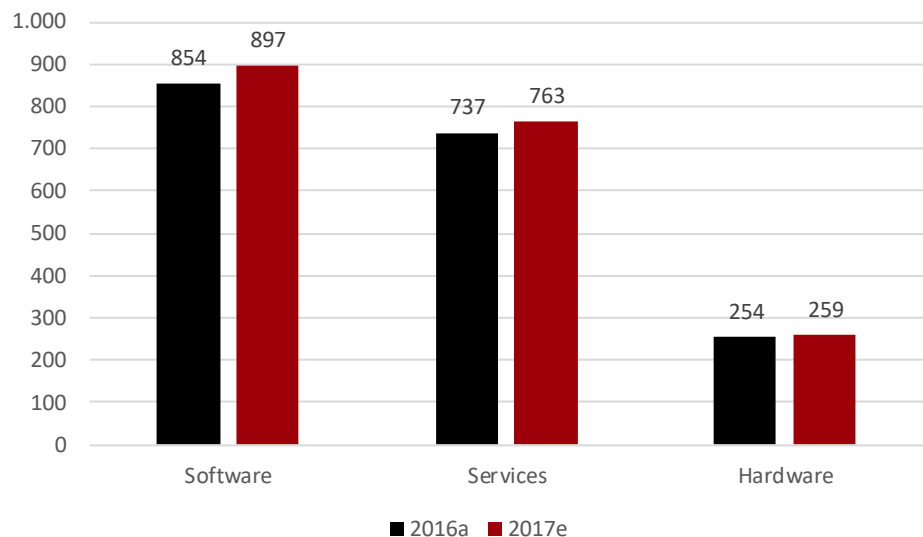
wird, wie schnell es EASY gelingt, das Cloud-Geschäft auszubauen. Gerade das (White-Label) Cloud-Geschäft wäre eine Möglichkeit die Umsätze der Auslandstöchter langfristig und nachhaltig zu steigern (passende regionale Partner vorausgesetzt).

## Marktumfeld

**ECM-Markt dürfte 2017 rd. 4,5% wachsen**

Im deutschen ITK/CE-Markt, der 2016 ein Volumen von knapp € 160 Mrd. umfasste, gehörten Hybrid Cloud, Mobile Computing und Business Collaboration Tools zu den wichtigsten Trends. EASY bedient mit ihren Lösungen auch diese Themen, wird aber eher dem (sich im Wandel befindlichen) ECM- (Enterprise Content Management) bzw. DMS- (Document Management System) Markt zugeordnet. Der Branchenverband **BITKOM** schätzt das Marktvolumen des deutschen ECM-Marktes (inkl. Software, Services, Hardware) in 2017 auf rd. € 1,9 Mrd. was gegenüber dem Vorjahr einem Zuwachs von 4,5% entspricht. Der Umsatzart „Software“ (+5%) wird hierbei ein überproportionales Wachstum zugetraut.

**Grafik 05: Der deutsche ECM-Markt [Umsatzarten 2016 vs. 2017 (in € Mio.)]**



Quelle: Bitkom „Der ECM-Markt 2017“ (3/2017)

## Marktstruktur und Wettbewerber

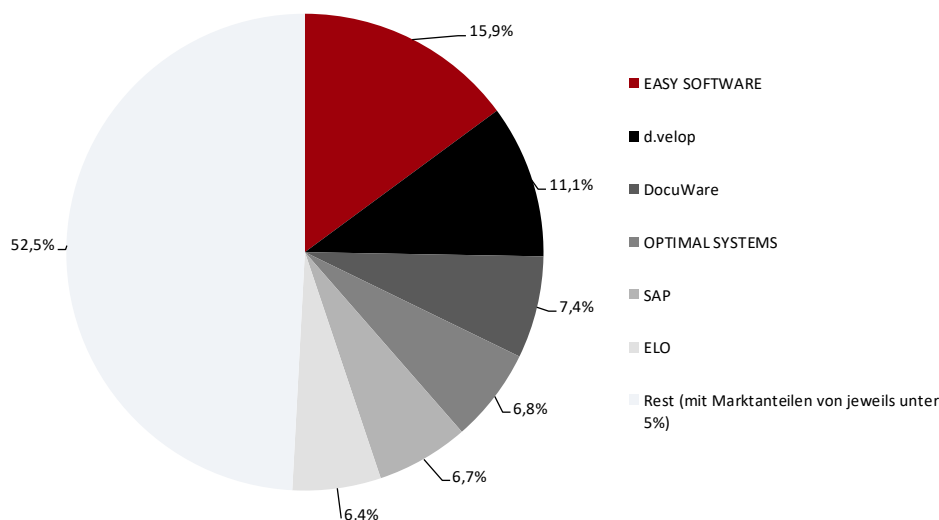
**Deutschland: EASY ist Marktführer in einem fragmentierten Markt - vor d.velop und DocuWare**

**EASY** wird in Deutschland von Marktbeobachtern (ama DMS-Studie 2016) als **Marktführer im ECM-Bereich** gesehen (gemessen an der Häufigkeit der jeweiligen ECM-Lösung, relativ zu Wettbewerberlösungen). Auf nationaler Ebene trifft **EASY** (Marktanteil 15,9%; unverändert ggü. 2012) auf Wettbewerber wie **d.velop** (11,1%; 2012: 7,9%), **ELO Office** (6,4%; 2012: 4,5%) und **DocuWare** (7,4%; 2012: 6,3%). Ebenfalls in den TopTen der ama-Studie zum DMS-Markt sind große internationale Spieler wie **IBM**, **SAP** und **OpenText**, die in den vergangenen vier Jahren allesamt leichte Marktanteilsverluste verzeichneten. Die in den frühen 1990er Jahren in Berlin gegründete **OPTIMAL SYSTEMS** dagegen zählt zu den Aufsteigern der letzten Jahre und konnte den eigenen Marktanteil (aktuell: 6,8%) seit 2012 mehr als verdreifachen. Die **TopTen-ECM-**

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!

Unternehmen standen 2016 für einen **kumulierten Marktanteil von 66%**, was eine **Marktkonsolidierung** gegenüber 2012 (58,3%) impliziert. Die Konzentration auf die führenden 10 Anbieter ist bei Kundenunternehmen mit über 200 Mitarbeitern ausgeprägter, als bei Unternehmen mit 50 bis 200 Mitarbeitern – EASY führt auch in diesen beiden Untergruppen mit 14,1% bzw. 17,8% das Feld an.

**Grafik 06: Marktanteile im deutschen ECM/DMS-Markt**



Quelle: ama Adress- und Zeitschriftenverlag GmbH, Darstellung: BankM Research

Die **ama-Studie** untersucht auch die Positionierung in verschiedenen Wirtschaftssektoren/Branchen. Besonders stark ist EASY demnach im Handel, wo mehr als jedes fünfte Unternehmen auf EASY-Lösungen setzt, auch bei den Dienstleistungsunternehmen belegt EASY den ersten Platz. Bei den Behörden hat OPTIMAL SYSTEMS mit einem Anteil von über 27% die Führungsposition inne, EASY folgt mit 6% auf Platz 3. d.velop ist in allen Segmenten auf dem zweiten Platz zu finden und erklärt den eigenen Marktanteilsgewinn in den letzten Jahren mit der frühzeitigen Hinwendung zu einem SaaS-Geschäftsmodell.

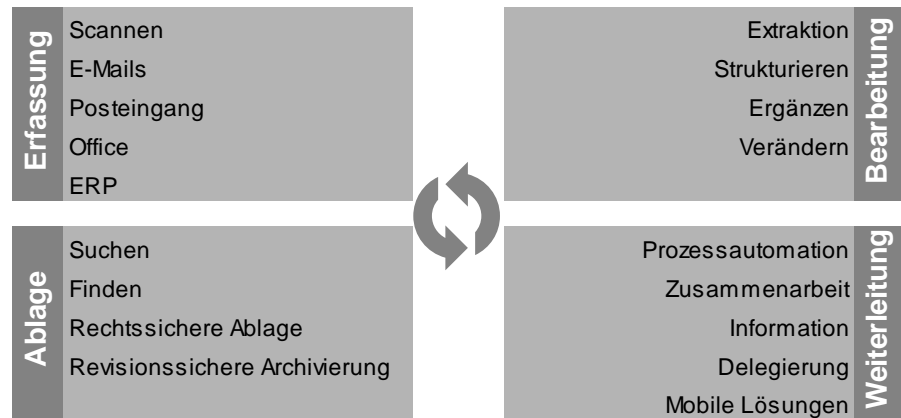
**Zwei erste und ein dritter Platz im Segment-Ranking für EASY**

In der Tat haben sich die Kundenwünsche in den vergangenen Jahren verändert, die Bandbreite bei den Kundenwünschen hat zugenommen – sowohl in Bezug auf Bereitstellungsformen als auch in Bezug auf Funktionalitäten. EASY hat darauf reagiert, nicht nur mit eigenen SaaS-Angeboten, sondern auch mit einem eigenen **Managed Services Angebot** und neuen Features, die Themen wie **Kollaboration** und **Mobilität** abdecken. Weiter an Bedeutung gewonnen hat in unseren Augen die Automatisierung von dokumentenbasierten Prozessen (dies ist als Idee schon länger Teil der meisten ECM-Lösungen) – Differenzierungsmöglichkeiten bietet sich in der Abbildung und Integration dieser Workflows. Die neue EASY Cloud bietet zudem die Möglichkeit, selbst in der Cloud eigene Workflows aufzusetzen bzw. durch EASY Partner aufsetzen zu lassen. Eine ECM-Lösung, die im klassischen Sinne nur ein digitales Archiv ist, kann im Nutzenvergleich gegen moderne Lösungen (die u.a. auch die Themen Workflows/Prozesse, Kollaboration, Compliance und Mobilität abdecken) nicht bestehen – der Blick des Kunden ist sehr stark auf den ROI gerichtet.

**ECM: Kundenanforderungen im Wandel**

Der Marktforscher Gartner hat seine Marktbetrachtung „Enterprise File Synchronisation and Sharing“ im vergangenen Jahr in „Content Collaboration Platforms“ umbenannt, um veränderten Anforderungen/Leistungsprofilen Rechnung zu tragen. In dem Quadranten finden sich vor allem größere (US-amerikanische) Unternehmen (u.a. **Microsoft, Google**), die nicht nur auf das ECM Thema ausgerichtet sind. Wir haben aber **Box** und **Axway SA** (die **Synplicity** übernommen hat) als fokussierte Unternehmen aus dem Leaders-Quadranten in unsere Peer-Gruppe einfließen lassen. Nicht zu unterschätzende Alleinstellung heimischer ECM-Anbieter gegenüber (vielen) Cloud-ECM-Angeboten aus Übersee ist der Wunsch vieler Mittelständler, Unternehmensdaten im eigenen Rechtsraum gespeichert zu wissen (und die höhere Sicherheit reversionssicher zu archivieren). Die nachfolgende Darstellung gibt einen Überblick über die durch die EASY-Lösung abgebildeten Funktionen, diese sind bei Wettbewerbslösungen i.d.R. auch zu finden. Differenzierungsmöglichkeiten bietet aber die Tiefe (Qualität) der Integration, das Verständnis der zu automatisierenden Prozesse und die Individualisierung dieser Prozesse (ausgehend vom Standard) für den konkreten Anwendungsfall des Kunden.

## Grafik 07: ECM als Informationsdrehscheibe



Quelle: EASY SOFTWARE

### Noch großes Potenzial im ECM/DMS-Markt vorhanden

**Fast 40% der Unternehmen und Behörden mit über 50 Mitarbeitern** benutzen laut ama nach eigenen Angaben **(noch) keine DMS-Lösung**. Dazu kommt der Umstand, dass **knapp 25% der verwendeten DMS-Systeme älter als 10 Jahre** sind. Etwas über 10% der Unternehmen wollen ihre DMS-Lösung daher in den kommenden zwei Jahren modernisieren lassen. Wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass dann modernen Features (wie Mobilität und Kollaboration) besonderes Augenmerk geschenkt wird. Den **mobilen Zugriff** ermöglichten 2016 nur rd. 14% der Unternehmen ihren Mitarbeitern – obwohl sich in konkreten Anwenderfällen (bspw. Vertrieb/Außendienst, Einsatz von mobilen Servicetechnikern) enorme Effizienzfortschritte heben ließen (die dort oft durch Medienbrüche verhindert werden). Wir denken, dass dieser Anteil in den kommenden Jahren deutlich anziehen wird – einfach weil es eine höhere Arbeitseffizienz und Mitarbeiterzufriedenheit ermöglicht.

SaaS hat für beide Seiten Vorteile, der Anbieter gewinnt so mitunter besseren **Einblick in das Nutzerverhalten** („Wie wird die Lösung genutzt“), ebenso baut sich die Saisonalität tendenziell ab bzw. wird durch **regelmäßige Zahlungsströme** geglättet. Dauert die Kundenbeziehung länger als drei bis vier Jahre an, ist ein SaaS-Modell für den Softwarehersteller i.d.R. lukrativer als das herkömmliche Lizenzmodell. Der Kunde kann sich beim SaaS-Bezug auf seine Kernkompetenzen **fokussieren** (bzw. die interne IT entlasten), statt Ressourcen für den Betrieb der IT-Anwendungen zu binden. Anstelle der mit dem Lizenzerwerb typischerweise einhergehenden hohen Upfrontzahlungen leistet der Kunde bei einem **SaaS-Modell** regelmäßige Zahlungen. Hierdurch hat der Kunde eine **variable (und bedarfsgerechte) IT-Kostenstruktur** und **steuerliche Vorteile**. Die Höhe der regelmäßigen Zahlungen bemisst sich typischerweise an der Datenmenge, der Anzahl der bearbeiteten Vorgänge, der Nutzeranzahl oder der Vielfalt bereitgestellter Funktionen – verändern sich die vertraglich festgelegten Faktoren, passt sich auch die Zahlung entsprechend an.

Die Digitalisierung ist auch für mittelständische Unternehmen alternativlos und neben dem ERP-System steht insbesondere der ECM-Bereich im Fokus des Interesses, weil hier die Automatisierungsvorteile besonders naheliegend sind und sich oft auch konkret beziffern lassen. Hierzu gibt es zahlreiche Studien, u.a. Pitney Bowes Management Services (PBMS) geht bei Rechnungen von einer **möglichen Halbierung der Verarbeitungskosten** aus. Nicht so gut messbar, aber in Zeiten von Fachkräftemangel besonders relevant, ist die **Entlastung der Mitarbeiter von einfachen, wiederkehrenden Tätigkeiten**, was einen effizienteren Einsatz der qualifizierten Kräfte ermöglicht und i.d.R. auch die **Mitarbeiterzufriedenheit** erhöht.

**SaaS-Modell als Win-Win-Situation für Kunden und Softwarehersteller?**

**Die Digitalisierung ist alternativlos – ROI, Automatisierung und Nutzerzufriedenheit sind die entscheidenden Vertriebsargumente**

## Ertrags- und Vermögenslage

Im ersten Halbjahr 2017 erwirtschaftete EASY einen Umsatz von € 19,6 Mio. (+5,2%). Das Konzern-EBITDA erreichte € 0,12 Mio. (was gegenüber dem bereinigten Vorjahreswert einem Anstieg um rd. € 0,4 Mio. entspricht). Bezogen auf die Guidance des Unternehmens bedeutet das, dass EASY mit 5,2% gezeigtem Umsatzwachstum in der angestrebten Bandbreite von 3,5% bis 7,4% liegt. Das umsatzstärkere H2 wird – unterstützt durch Lizenz- und Cloud-Umsätze mit einem höheren EBITDA einhergehen, dass mindestens bei 3 Mio. liegen sollte.

Das Restrukturierungsprogramm **EASY FIT** wird 2017 erfolgreich abgeschlossen sein, auch andere Faktoren, die die GuV belasteten (wie Rechtsberatungskosten) dürften mittelfristig weiter sinken. Vor dem Hintergrund der Ende 2016 vorgestellten neuen Lösungswelt ist bereits ein Anziehen des (bereinigten) operativen Ergebnisses in H1 sichtbar geworden. Wir gehen davon aus, dass sich diese Entwicklung fortsetzen wird. Entscheidenden Einfluss auf die Margenentwicklung wird das Cloud/SaaS-Geschäft haben, je nachdem wie schnell es EASY gelingt, hier die Umsätze hochzufahren und Fixkosten zu skalieren.

### Solide Bilanzrelationen

Mit einer Eigenkapitalquote von 53% (zum 30.6.2017) verfügt EASY weiterhin über sehr gesunde Bilanzrelationen.

## Bewertung

### DCF-Modell

### Allgemeine Modellparameter

In unserem DCF-Modell sind wir von einer Zielkapitalstruktur mit einer Eigenkapitalquote von 60% ausgegangen. Die gewichteten Kapitalkosten im Modell belaufen sich auf 7,1%. Auf Grund vorhandener steuerlicher Verlustvorträge steigt die Steuerquote schrittweise bis zum Jahr 2022 von derzeit 9 % auf 30%.

### Modellannahmen zu Marge und Wachstum

Zentrale Modellannahme ist, dass es EASY gelingt, das Margenniveau mittelfristig spürbar und nachhaltig auszubauen. Dies speist sich aus mehreren Quellen: Effizienzverbesserungen aus dem erfolgreichen EASY FIT-Programm, der neuen Lösungswelt, einer durch neuartige Partnerschaften verbesserte Reichweite (Kleinunternehmen) sowie dem Ausbau des Cloud-Geschäftes, das die Nutzung von Skaleneffekten ermöglicht. In unserem Modell gehen wir bis 2021 von einem Anstieg der EBIT-Marge auf 10% aus (was für einen Softwarehersteller eher konservativ ist), bevor die Margen ab 2024 aus Gründen der Vorsicht wieder leicht fallen. Für den Terminal Value haben wir mit einer EBIT-Marge von 8% und einer ewigen Wachstumsrate von 1% gerechnet.

**Tabelle 01: DCF-Bewertung**

	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Umsatz	42,940	45,516	47,792	50,659	52,686	54,793	56,985	59,264	61,635	64,100	66,664
EBITDA	3,521	4,643	6,309	7,194	8,008	8,329	8,662	9,008	8,752	8,461	8,800
EBITDA-Marge	0,082	0,102	0,132	0,142	0,152	0,152	0,152	0,152	0,142	0,132	0,132
EBIT	1,288	2,276	3,823	4,559	5,269	5,479	5,698	5,926	5,547	5,128	5,333
EBIT-Marge	0,030	0,050	0,080	0,090	0,100	0,100	0,100	0,100	0,090	0,080	0,080
Steuern	0,116	0,273	0,459	0,912	1,317	1,644	1,710	1,778	1,664	1,538	1,600
+ Abschreibungen/Amortisation	2,233	2,367	2,485	2,634	2,740	2,849	2,963	3,082	3,205	3,333	3,467
- Inv. Immaterielle Vermögensggt.	2,233	2,367	2,485	2,634	2,740	2,849	2,963	3,082	3,205	3,333	3,467
- Veränderung Working Capital	0,486	0,515	0,455	0,574	0,405	0,421	0,438	0,456	0,474	0,493	0,513
Operativer Cash flow	0,686	1,487	2,909	3,074	3,546	3,414	3,551	3,693	3,409	3,097	3,220
Diskontierungsfaktor	0,933	0,871	0,813	0,759	0,708	0,661	0,617	0,576	0,538	0,502	0,468
Wert operativer Cash Flow heute	0,640	1,296	2,366	2,333	2,512	2,257	2,191	2,127	1,833	1,554	1,508
Kumulierter Wert der oper. CF	20,616										
Barwert des Endwertes	26,316										
Unternehmenswert	46,932										
- Nettoverschuldung	2,277										
- Anteile Dritter	0,150										
Wert des Eigenkapitals	44,505										
Fairer Wert je Aktie in €	8,24										

Quelle: BankM Research

## Sensitivitätsanalyse

**Tabelle 02: Sensitivität langfr. Wachstumsrate vs. gewichtete Kapitalkosten**

Ewige Wachstumsrate	WACC				
	6,14%	6,64%	7,14%	7,64%	8,14%
0,50%	9,42	8,59	7,87	7,26	6,73
0,75%	9,69	8,80	8,05	7,41	6,85
1,00%	9,99	9,04	8,24	7,56	6,98
1,25%	10,32	9,30	8,45	7,73	7,12
1,50%	10,68	9,58	8,67	7,91	7,26

Quelle: BankM Research

## Peer-Group-Vergleich

Die funktionale Ausweitung der ECM-Lösungen und Archivierungslösungen von Anbietern, die aus dem Bereich „Kollaboration“ kommen, haben uns dazu bewogen auch die Peer-Gruppe der EASY weiter zu fassen. Im Zuge der eigenen Digitalisierungsbemühungen sind Kunden vor allem an Lösungen interessiert, die Prozesse automatisieren/vereinfachen, sowie Kollaboration und Mobilität der Mitarbeiter fördern. EASY deckt diese Themen in der neuen Lösungswelt ab. Neben Anbietern aus der DACH-Region, wie **Fabasoft**, **Cenit** und **Allgeier**, haben wir auch die französische **Axway Software SA**, die kanadische **Open Text Corp.** und die US-amerikanischen Unternehmen **BOX Inc.** und **Atlassian Corp. Plc** (Kollaborations-Tools) berücksichtigt.



## Peer-Kurzprofile

Die österreichische **Fabasoftware AG** und die Münchner **Allgeier SE** sind wie EASY im deutschen ECM-Markt mit eigenen Lösungen aktiv, hierbei jedoch nicht so fokussiert. So folgt Allgeier einem Full Service-Ansatz für Mittelständler der neben ECM u.a. auch SAP-Beratung, CRM, Webshops und Logistiklösungen umfasst. Fabasoftware sieht sich als führendes Unternehmen im elektronischen Dokumenten- und Prozessmanagement und bietet seinen Kunden, von denen viele aus dem Bereich der öffentlichen Verwaltung stammen, die eigenen Lösungen als SaaS, aus der Cloud oder On Premise an. Leider gibt es zu **Fabasoftware** keine Analystenschätzungen, mit einem vermuteten EV/Umsatz-Multiple um 3 ist das Unternehmen aber deutlich teurer als EASY. **Canit** ist entlang der eigenen Schwerpunktthemen Product Lifecycle Management (PLM) und ECM ausgerichtet, setzt beim ECM-Thema aber vor allem auf Lösungen fremder Hersteller (insb. IBM).

Die amerikanische **Box Inc.** bietet eine funktional umfangreiche ECM-Plattform für Unternehmen aller Größenklassen und ausschließlich als SaaS. Für Einzelpersonen ist der Service gratis, der Preis pro Nutzer/Monat im Businessstarif liegt bei € 12, während der umfangreichere Enterprise-Tarif nicht offen kommuniziert wird. Trotz hoher Wachstumsraten (>25% in 2017e) wird Box in 2017 noch nicht mit positivem EBITDA abschließen. In der Außensicht scheinen uns das Cloud/SaaS-Angebot von EASY und Box in Teilen durchaus vergleichbar – ein wesentlicher Unterschied liegt in unseren Augen darin, dass EASY auf profitables Wachstum setzt (und daher zwar geringere, aber nachhaltige Wachstumsraten zeigen wird). Desweiteren scheint uns BOX in Bezug auf die Rechtssicherheit (ggü. deutschen Steuerbehörden) nicht ganz den Standard der EASY bieten zu können.

Die **Open Text Corporation** ist ein langjähriger internationaler Wettbewerber im ECM-Umfeld. Die Produkte/Lösungen werden (wie bei EASY) je nach Kundenwunsch aus der Cloud/On Premise bereitgestellt und Mobilität und Kollaboration sind als Funktionen in der Lösungswelt verankert. Die Firma ist global ausgerichtet und erzielt knapp 47% der Umsätze in den USA, knapp 10% der Umsätze im kanadischen Heimatmarkt, während der deutsche Markt für rd. 7% der Umsätze steht.

Die französische **Axway Software SA** ist produktseitig breiter aufgestellt. Das ECM („FileSync and Share“) wird vor allem über die im Februar 2017 erworbene **Synplicity LLC** abgedeckt, weitere Themen sind Schnittstellenmanagement (API-Lifecycle Management), App-Entwicklung und Integration.

Die **Atlassian Corporation Plc** ist eine Holdinggesellschaft, die eine Reihe von Lösungen für die Zusammenarbeit von Teams („team collaboration“) anbietet. Bekannte Produkte sind JIRA, Trello und HipChat, die mit den Lösungen der EASY nicht in direkter Konkurrenz stehen – allerdings ergänzen EASY und andere ECM-Anbieter die eigene Lösungswelt zunehmend um Kollaborations-Features. Die hohen Wachstumsraten bei Atlassian (>30% p.a.) zeigen, dass der Bedarf an derlei Features sehr ausgeprägt ist.

EASY ist gemessen an der Marktkapitalisierung das kleinste der Peer-Unternehmen. Wir haben daher einen 25%igen Größenabschlag vorgenommen. Durch die neue Lösungswelt und das Hochfahren der Cloud-Aktivitäten dürften Umsatzzuwächse mit einem nachhaltigen Margenausbau einhergehen.

# EASY SOFTWARE AG

22. September 2017

Bewertung - 17/25 -

**Tabelle 03: Margen und erwartetes Wachstum\* (Schnellübersicht)**

Unternehmen	CAGR 16-19e (Umsatz)	CAGR 16-19e (EPS)	Durchschnittl. EBITDA-Marge (2015a bis 2019e)	Durchschnittl. EBIT-Marge (2015a bis 2019e)	Durchschnittl. DA in % (2015a bis 2019e)	Marktkapitalisierung (in € Mio.)	EV (in € Mio.)	Umsatz/Mitarbeiter 2016e in T€
<b>Easy Software AG</b>	<b>5,7%</b>	<b>92,5%</b>	<b>9,8%</b>	<b>4,4%</b>	<b>5,3%</b>	<b>37,7</b>	<b>40,7</b>	<b>156,1</b>
Allgeier SE	11,2%	36,9%	6,1%	3,9%	2,3%	210,3	319,2	69,0
CENIT AG	10,1%	11,3%	10,1%	8,5%	1,6%	178,2	152,0	250,8
Open Text Corp	9,1%	38,6%	36,1%	28,1%	7,9%	7.035,9	8.817,8	207,4
Atlassian Corporation PLC	29,3%	n.m.	15,4%	9,8%	5,7%	6.728,6	6.268,0	317,4
Box Inc	24,2%	n.m.	-15,0%	-23,5%	8,5%	1.957,3	1.888,7	283,2
Axway Software SA	5,1%	5,6%	16,9%	14,5%	2,4%	470,0	493,8	161,6
Median	10,1%	36,9%	10,1%	8,5%	5,3%	470,0	493,8	207,4
Mittelwert	13,5%	37,0%	11,3%	6,5%	4,8%	2.374,0	2.568,6	206,5

Quelle: Bloomberg, BankM Research (\* nicht um M&A-Aktivitäten bereinigt)

Die vorangestellte Übersicht zeigt, dass EASY im Vergleich mit den Peers eine unterdurchschnittliche EBIT-Marge aufweist, jedoch bis 2019 die größte Ergebnisdynamik zeigen dürfte. Die Umsätze pro Mitarbeiter implizieren, dass EASY noch **unausgeschöpftes Skalierungspotenzial** hat, OpenText und ggf. auch Box könnten hier die Benchmark sein. (Gerade Cloud-Aktivitäten sind typischerweise sehr gut skalierbar, EASY steht in diesem Geschäftsfeld noch am Anfang)

**Tabelle 04: Peer-Bewertung**

Unternehmen	KGV (2017e)	EV/Umsatz (2017e)	EV/EBITDA (2017e)	EV/EBIT (2017e)	KGV (2018e)	EV/Umsatz (2018e)	EV/EBITDA (2018e)	EV/EBIT (2018e)
Allgeier SE	33,7	0,6	10,4	18,24	20,9	0,51	8,4	12,6
CENIT AG	22,8	1,0	11,0	13,47	19,3	0,85	9,2	11,2
Open Text Corp	12,8	3,9	10,9	12,18	11,7	3,75	10,0	11,3
Atlassian Corporation PLC	80,3	9,0	36,3	49,01	58,8	7,03	28,6	35,7
Box Inc	-39,1	4,5	-95,9	-38,04	-80,4	3,62	191,6	-77,3
Axway Software SA	13,3	1,6	10,2	11,70	11,8	1,49	9,2	10,1
Median*	28,3	2,7	10,9	15,9	20,1	2,6	9,6	11,9
Easy Software AG	19,6	0,9	11,6	31,6	13,8	0,89	8,8	17,9
Abschlag/Aufschlag	-30,5%	-65,4%	5,9%	99,2%	-11,2%	-65,0%	-8,4%	50,0%
Impliziter fairer Wert	10,03	21,44	6,80	3,46	7,85	21,21	7,90	4,71
				10,43				10,42
Größenabschlag (von 25%)				25,0%				25,0%
Fairer Wert (jew. Basisjahr)				<b>7,83</b>				<b>7,81</b>

Median\* = Die Medianberechnung wurde adjustiert, damit sie einer betriebswirtschaftlichen Logik folgt. D.h. Unternehmen mit negativem Bewertungsmultiples sind teurer als Unternehmen mit hohem positivem Multiple.

Quelle: Bloomberg, BankM Research

Die **Peer-Bewertung** auf Basis der Jahre 2017e und 2018e liefert im Mittel einen Fairen Wert von 7,82 pro Aktie. Auch wenn die beiden Basisjahre ähnliche Faire Werte liefern, so ist die Streuung zwischen den Multiples teilweise sehr groß. Gemessen an EV/Umsatz hat EASY hohes Kurspotenzial, während die Aktie gemessen an EV/EBIT vergleichsweise teuer aussieht. Gelingt es EASY, sich mittelfristig den Margen der Peers wieder anzunähern, dann nähern sich auch die impliziten Fairen Werte an.

## **Bewertungsfazit**

Unser Kursziel für die EASY SOFTWARE-Aktie, zu jeweils gleichen Teilen auf DCF-Bewertung (€ 8,24 pro Aktie) und Peer-Gruppen-Analyse (€ 7,82 pro Aktie) basierend, beläuft sich auf € 8,03. Unsere Anlageempfehlung lautet „Kaufen“.

## SWOT-Analyse

### Stärken

- Starke und breite Bestandskundenbasis im deutschen Mittelstand
- EASY ist mit einem Anteil von über 15% **Marktführer** im fragmentierten deutschen ECM-Markt
- **Modernes junges Lösungsportfolio**, das auf Bewährtem aufbaut und Unternehmen bei der **Digitalisierung** unterstützt
- Themen Mobility und Kollaboration werden abgedeckt
- Die EASY-Lösungen sind nahtlos in alle gängigen Büroanwendungsprogramme integrierbar
- Aktionariat mit einer Vielzahl von langfristig orientierten Investoren

### Schwächen

- Noch geringe regionale Diversifikation, der Heimatmarkt Deutschland steht für 70% der Konzernaußenumsätze (2016)
- Das Recruiting von IT-Experten ist im derzeitigen Arbeitsmarktumfeld (für alle Unternehmen) schwierig
- Geringe Handelsumsätze an den Börsenplätzen

### Chancen

- EASY positioniert sich bereits in Zukunftsthemen wie dem Internet der Dinge (IoT). Die Kundenbeziehung zur Ritter Gruppe gibt eine erste Indikation, welche Rolle EASY hier mit ihren Technologien einnehmen könnte
- Ein ECM-Angebot aus der Cloud ist betriebswirtschaftlich ein Skalierungsthema. Wenn es EASY gelingt, hierfür (auch über Partner wie Haufe Lexware) schnell viele (gleichartige) Kunden zu akquirieren, dürfte sich dies sehr positiv auf die Margensituation auswirken
- Betriebswirtschaftliches Momentum: Nach Abschluss des Restrukturierungsprogramms und erfolgreichem Launch der neuen Lösungswelt, sowie Wachstum im hochskalierbaren SaaS-Geschäft, steht EASY vor einer Phase mittelfristiger Margenexpansion
- Cloud-Lösung Made in Germany. Gerade der Mittelstand besitzt eine Präferenz für Rechenzentren im Inland und inländische Anbieter
- Partner können partizipieren und mit eigenentwickelten (Workflow)Apps ein App-Store-ähnliches Ökosystem erschaffen, das die EASY-Lösungswelt weiter stärkt

### Risiken

- Junge Unternehmen, die „Archivlösungen aus der Cloud“ u.ä. anbieten, wählen oft ein aggressives Pricing, um schnell Marktanteile zu gewinnen. Wir denken, dass die EASY-Lösungen technologisch höherwertiger sind, dennoch besteht das Risiko, dass Preise hierdurch unter Druck geraten
- Der ECM-Markt ist im Wandel. Cloud-Angebote begünstigen tendenziell große Anbieter (Skaleneffekte). Als Marktführer in Deutschland und auf Grund rechtlicher Unterschiede (bzgl. rechtssicherer Archivierung) befindet sich EASY in einer eher guten Ausgangslage
- Die Vertriebszyklen im Cloud-Geschäft sind länger als zunächst erwartet. Das (schnelle) Hochfahren des Cloud-Geschäftes ist in vielerlei Hinsicht entscheidend (Margenausbau, Marktanteilsicherung/Sichtbarkeit im Cloud-Geschäft)
- Der Ausbau des Managed Services Angebot könnte das Geschäftsmodell der EASY in stärkerem Maße Cyberangriffen aussetzen (wir stufen dieses Risiko als gering ein, da EASY hohe Standards gesetzt hat)

## Fachbegriffsglossar/Abkürzungsverzeichnis

**CRM** Customer Relationship Management

**ECM** Enterprise Content Management

**ERP** Enterprise Resource Planning

**DMS** Document Management System

**IoT** Internet of Things (Internet der Dinge)

**SaaS** Software as a Service

**SCRUM** Vorgehensmodell zur agilen Software-Entwicklung

**OEM** Original Equipment Manufacturer

**PaaS** Platform as a Service

**PCM** Process Content Management

**ROI** Return on Investment (gibt Auskunft darüber wie schnell sich eine Investition auszahlt)

## Tabellenanhang

<b>GuV (in EURm)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>39,125</b>	<b>40,509</b>	<b>42,940</b>	<b>45,516</b>	<b>47,792</b>
Aktivierte Eigenleistungen	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Sonstige betriebliche Erträge	3,184	0,959	1,017	1,078	1,131
Materialaufwand	-7,045	-9,802	-10,032	-10,141	-10,155
<b>Rohergebnis</b>	<b>35,264</b>	<b>31,666</b>	<b>33,924</b>	<b>36,452</b>	<b>38,768</b>
Personalaufwand	-20,263	-20,025	-21,056	-22,386	-23,187
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10,144	-9,689	-9,347	-9,424	-9,272
<b>EBITDA</b>	<b>4,857</b>	<b>1,952</b>	<b>3,521</b>	<b>4,642</b>	<b>6,309</b>
Abschreibungen/Amortisation	-2,267	-2,124	-2,232	-2,366	-2,485
<b>EBIT</b>	<b>2,590</b>	<b>-0,172</b>	<b>1,289</b>	<b>2,276</b>	<b>3,824</b>
Finanzergebnis	0,569	0,777	0,788	0,790	0,794
A.o. Ertrag/Aufwand vor Steuern	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Vorsteuerergebnis	3,159	0,605	2,077	3,066	4,617
Steuern	0,328	-0,053	-0,182	-0,361	-0,543
Jahresüberschuß vor Anteile Dritter	3,487	0,552	1,895	2,705	4,074
Anteile Dritter	-0,229	0,022	0,022	0,022	0,022
<b>Jahresüberschuß</b>	<b>3,258</b>	<b>0,574</b>	<b>1,917</b>	<b>2,727</b>	<b>4,096</b>
Bereinigungen	-2,603	0,000	0,000	0,000	0,000
<b>Bereinigter Jahresüberschuß</b>	<b>0,655</b>	<b>0,574</b>	<b>1,917</b>	<b>2,727</b>	<b>4,096</b>
Anzahl Aktien	5,40	5,40	5,40	5,40	5,40
<b>EPS</b>	<b>0,60</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,51</b>	<b>0,76</b>
<b>EPS, bereinigt</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,51</b>	<b>0,76</b>
<b>EPS, verwässert</b>	<b>0,60</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,51</b>	<b>0,76</b>
<b>EPS, verwässert und bereinigt</b>	<b>0,12</b>	<b>0,11</b>	<b>0,35</b>	<b>0,51</b>	<b>0,76</b>
<b>DPS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

<b>Kapitalflussrechnung</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
Mittelfluss aus operativer Geschäftstätigkeit	4,620	0,267	3,735	4,656	6,195
Mittelfluss aus Investitionstätigkeit	-11,044	-0,412	-3,139	-0,665	-0,688
Mittelfluss aus der Finanzierungstätigkeit	4,695	-1,119	0,000	0,000	0,000
Veränderung der Zahlungsmittel	-1,729	-1,264	0,597	3,991	5,506
Flüssige Mittel am Ende der Periode	3,192	1,928	2,525	6,516	12,022

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

# EASY SOFTWARE AG

- 22/25 - Tabellenanhang

22. September 2017

<b>Bilanz (in EURm)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<b>Anlagevermögen</b>	<b>21,357</b>	<b>19,766</b>	<b>20,672</b>	<b>18,971</b>	<b>17,175</b>
Imm. Vermögenswerte	14,027	12,410	13,316	11,615	9,819
Sachanlagen	1,325	1,224	1,224	1,224	1,224
Finanzanlagen	6,005	6,132	6,132	6,132	6,132
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>10,431</b>	<b>9,884</b>	<b>10,958</b>	<b>15,455</b>	<b>21,408</b>
Vorräte	0,420	0,302	0,320	0,339	0,356
Forderungen aus LuL	4,780	5,855	6,206	6,579	6,908
Sonstige Forderungen	2,039	1,799	1,907	2,021	2,122
Kasse und Wertpapiere	3,192	1,928	2,525	6,516	12,022
<b>Sonstiges Aktiva</b>	<b>4,280</b>	<b>4,356</b>	<b>4,356</b>	<b>4,356</b>	<b>4,356</b>
<b>Summe Aktiva</b>	<b>36,068</b>	<b>34,006</b>	<b>35,986</b>	<b>38,782</b>	<b>42,939</b>
<b>Eigenkapital</b>	<b>22,387</b>	<b>22,771</b>	<b>24,666</b>	<b>27,371</b>	<b>31,446</b>
Rücklagen	22,224	22,651	24,568	27,295	31,392
Anteile Dritter	0,163	0,120	0,098	0,076	0,054
<b>Rückstellungen</b>	<b>0,388</b>	<b>0,319</b>	<b>0,334</b>	<b>0,350</b>	<b>0,367</b>
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>7,463</b>	<b>5,057</b>	<b>5,127</b>	<b>5,202</b>	<b>5,268</b>
Zinstragende Verbindlichkeiten	4,904	3,886	3,886	3,886	3,886
Verbindlichkeiten aus LuL	2,196	1,124	1,191	1,263	1,326
Sonstige nichtzinstragende Verbindlichkeiten	0,363	0,047	0,050	0,053	0,055
<b>Sonst. Verbindlichkeiten</b>	<b>5,830</b>	<b>5,859</b>	<b>5,859</b>	<b>5,859</b>	<b>5,859</b>
<b>Summe Passiva</b>	<b>36,068</b>	<b>34,006</b>	<b>35,986</b>	<b>38,782</b>	<b>42,939</b>

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

BITTE BEACHTEN SIE DIE HINWEISE, ANGABEN UND DEN DISCLAIMER AM ENDE DIESER STUDIE!



# EASY SOFTWARE AG

22. September 2017

Tabellenanhang - 23/25 -

<b>Kennzahlen</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	0,70	0,65	0,92	0,87	0,83
EV/EBITDA	5,60	13,59	11,25	8,53	6,28
EV/EBIT	10,51	-154,23	30,74	17,41	10,36
KGV bereinigt	35,45	42,80	19,64	13,80	9,19
KGV verwässert und bereinigt	57,46	65,57	19,64	13,80	9,19
PCPS	4,04	9,18	9,04	7,37	5,70
Preis/Buchwert	1,04	1,08	1,53	1,38	1,20
<b>Rentabilitätskennzahlen in %</b>					
Bruttomarge	90,1%	78,2%	79,0%	80,1%	81,1%
EBITDA-Marge	12,4%	4,8%	8,2%	10,2%	13,2%
EBIT-Marge	6,6%	-0,4%	3,0%	5,0%	8,0%
Vorsteuermarge	8,1%	1,5%	4,8%	6,7%	9,7%
Nettomarge	1,3%	1,4%	4,5%	6,0%	8,6%
ROE	4,1%	2,4%	8,0%	10,4%	13,9%
ROCE	17,3%	6,4%	11,0%	14,4%	20,3%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Umsatz/Mitarbeiter (in tausend €)	144,9	155,8	159,6	163,7	166,5
Nettoerg./Mitarbeiter (in tausend €)	2,4	2,2	7,1	9,8	14,3
Anzahl Mitarbeiter	270	260	269	278	287
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	62,1%	67,0%	68,5%	70,6%	73,2%
Net debt inkl. Pensionsrückstellungen	2,10	2,28	1,70	-2,28	-7,77
Gearing inkl. Pensionsrückstellungen	0,61	0,49	0,46	0,42	0,37
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividendenrendite	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cash-Flow-Kennzahlen</b>					
Cash Earnings pro Aktie	1,07	0,50	0,77	0,77	0,77
Operativer Cash Flow pro Aktie	0,86	0,05	0,69	0,86	1,15
Free-Cash-Flow per Aktie	0,83	0,42	0,19	0,82	1,09
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
Working capital/Umsatz	12%	17%	17%	17%	17%
Abschreibungen/Umsatz	6%	5%	5%	5%	5%
Steuerrate	-10%	9%	9%	12%	12%

Quelle: Unternehmensangaben, BankM Research

## Risikohinweise, rechtliche Angaben, Haftungsausschluss (Disclaimer)

### A. Allgemeine Risikohinweise

Aktienanlagen sind generell mit hohen Risiken verbunden. Ein Totalverlust des investierten Kapitals kann bei dieser Anlageform nicht ausgeschlossen werden. Potenzielle Anleger sollten sich darüber bewusst sein, dass die Kurse von Wertpapieren ebenso fallen wie steigen können und Einnahmen aus Wertpapierinvestments teils erheblichen Schwankungen unterliegen können. In Bezug auf die zukünftige Wertentwicklung der genannten Wertpapiere und die erzielbare Anlagerendite können daher keine Zusicherungen oder Gewährleistungen gegeben werden.

### B. Angaben gemäß § 34b WpHG und Finanzanalyseverordnung (FinAnV)

I. Angaben über Ersteller, verantwortliches Unternehmen, Aufsichtsbehörde:

**Für die Erstellung verantwortliches Unternehmen: FinTech Group Bank AG (FTG Bank), Frankfurt.**

**Verfasser der vorliegenden Basisstudie: Daniel Grossjohann, Analyst**

Die FTG Bank unterliegt der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, D-53117 Bonn und Lurgiallee 12, D-60439 Frankfurt am Main.

Emittent des analysierten Finanzinstruments ist die EASY SOFTWARE AG.

**Hinweis gem. § 4 Abs. 4 Nr. 4 FinAnV über vorausgegangene Veröffentlichungen über den Emittenten mind. in den letzten zwölf Monaten:**

Analyst	Datum	Bewertungsergebnis	Fairer Wert
Großjohann, Daniel	14.09.2016	Kaufen	€ 6,25
Großjohann, Daniel	06.02.2017	Kaufen	€ 6,60
Großjohann, Daniel	17.03.2017	Kaufen	€ 6,25

II. Zusätzliche Angaben:

1. Informationsquellen:

Wesentliche Informationsquellen für die Erstellung dieses Dokumentes sind Veröffentlichungen in in- und ausländischen Medien wie Informationsdiensten (z. B. Reuters, VWD, Bloomberg, dpa-AFX u. a.), Wirtschaftspressen (z. B. Börsenzeitung, Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Financial Times u.a.), Fachpresse, veröffentlichte Statistiken, Ratingagenturen sowie Veröffentlichungen der analysierten Emittenten. Des Weiteren wurden zur Erstellung der Unternehmensstudie Gespräche mit Personen des Managements des Emittenten geführt. Die Analyse wurde dem Emittenten vor Veröffentlichung zum Zweck eines Tatsachenabgleichs gemäß DVFA-Kodex zugänglich gemacht. Aus diesem Tatsachenabgleich resultierten keine inhaltlichen Änderungen.

2. Zusammenfassung der bei Erstellung genutzten Bewertungsgrundlagen und – methoden:

Die BankM – Repräsentanz der FinTech Group Bank AG (BankM) verwendet ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Die Ratings beziehen sich auf das ermittelte Bewertungsergebnis und einen Zeithorizont des ermittelten Fairen Werts von bis zu 12 Monaten.

**KAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mindestens +15 % über dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

**HALTEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt zwischen –15% und +15 % des Kursniveaus zur Zeit des Datums der Studie.

**VERKAUFEN:** Der ermittelte Faire Wert der Aktie liegt mehr als –15 % unter dem Kursniveau zur Zeit des Datums der Studie.

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren-Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer-Group-Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DDM), Break-up-Value- und Sum-of-the-Parts-Ansätze, Substanz-Bewertungsansätze oder eine Kombination verschiedener Methoden. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Bewertungsergebnisse und faire Werte entsprechend ändern. Die Ergebnisse der Bewertung beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 12 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

3. Datum der ersten Veröffentlichung der Finanzanalyse:

**22.09.2017**

4. Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten:

**Schlusskurse vom 21.09.2017**

5. Aktualisierungen:

**Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. Die Analyse und die darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen geben nur die an dem auf der ersten Seite der Analyse genannten Datum vertretene Sichtweise wieder. Die BankM behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse oder der darin enthaltenen Meinungen und Einschätzungen unangekündigt vorzunehmen. Die Entscheidung, ob und wann eine Aktualisierung stattfindet, liegt alleine im Ermessen der BankM.**

III. Angaben über mögliche Interessenkonflikte:

**1. Der Geschäftserfolg von der BankM basiert auf direkten und/oder indirekten Zahlungen des Emittenten im Zusammenhang mit Geschäftstätigkeiten, die den Emittenten und dessen Wertpapiere betreffen. Die BankM hat mit dem Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung dieses Dokuments getroffen.**

Die BankM (und verbundene Unternehmen) sowie im Zusammenhang mit der Tätigkeit der BankM gebundene Vermittler der FTG Bank, die Ersteller sowie sonstige an der Erstellung der Finanzanalyse mitwirkende Personen und Unternehmen oder mit Ihnen verbundene Unternehmen

- verfügen über keine wesentliche Beteiligung (über 5%) an dem Emittenten,
- waren innerhalb der vergangenen zwölf Monate nicht an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
- waren innerhalb der vergangenen 12 Monate weder an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbankgeschäften gegenüber dem Emittenten gebunden, noch haben sie aus solchen Vereinbarungen Leistungen oder Leistungsversprechen erhalten,
- haben keine sonstigen bedeutenden finanziellen Interessen in Bezug auf den Emittenten oder den Gegenstand der Finanzanalyse.

2. Die BankM betreut den Emittenten als Designated Sponsor durch das Stellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Markt für die Finanzinstrumente, die Gegenstand dieses Dokuments sind und hält bzw. wird Wertpapiere, die Gegenstand dieses Dokuments sind, im Handelsbestand halten.

3. Die BankM hat Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden bzw. angemessen zu behandeln. Insbesondere wurden institutsinterne Informationsschranken geschaffen, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenskonflikte für die Bank begründen könnten. Insidergeschäfte gemäß § 12 WpHG i.V.m. Art. 14 Verordnung (EU) 596/2014 sind grundsätzlich nicht erlaubt. Sämtliche Mitarbeiter der FTG Bank und BankM mit Zugang zu Insiderinformationen haben grundsätzlich alle Geschäfte in Wertpapieren der internen Compliance-Stelle offenzulegen. Ferner wird eine laufende Überwachung der Einhaltung weiterer gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle der FTG Bank durchgeführt und sich in diesem Zusammenhang eine Beschränkung von Mitarbeitergeschäften in Wertpapieren vorbehalten.

4. Die Vergütung der Analysten dieses Dokuments ist nicht von Investmentbanking-Geschäften des eigenen oder mit diesem verbundener Unternehmen abhängig. Die Analysten haben zu keinem Zeitpunkt Anteile des Emittenten, der selbst oder dessen Finanzinstrumente Gegenstand dieses Dokuments sind erhalten oder erworben. Die auf der Titelseite dieses Dokuments aufgeführten Analysten erklären, dass die dargestellten Meinungen und Aussagen ihre eigene persönliche Einschätzung bezüglich der analysierten Finanzinstrumente des Emittenten widerspiegeln und ihre Vergütung weder direkt noch indirekt von ihren Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten des Emittenten abhängen.

5. Aktuelle Angaben gemäß § 5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV sind im Internet unter [http://www.bankm.de/webdyn/138\\_cs\\_Gesetzliche+Angaben.html](http://www.bankm.de/webdyn/138_cs_Gesetzliche+Angaben.html) erhältlich.

## C. Haftungsausschluss (Disclaimer)

Dieses Dokument wurde von der BankM ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Es begründet weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung.

Dieses Dokument ist ausschließlich für den Gebrauch durch Personen aus dem Inland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren vertraut sind und über dementsprechende Kenntnisse verfügen. Die Vervielfältigung, Weitergabe und Weiterverbreitung, in Teilen oder im Ganzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der BankM zulässig. Eine unrechtmäßige Weitergabe an Dritte ist nicht gestattet.

Ein Vertrieb dieses Dokuments in Großbritannien darf nur mit ausdrücklicher vorheriger schriftlicher Genehmigung durch die BankM erfolgen. Empfangsberechtigt sind dann nur Personen, die berufliche Erfahrung mit Wertpapieranlagen haben und unter die Regulierung des Artikel 19(5) des "financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the order)" in der jeweils gültigen Fassung fallen; oder (2) Personen sind, die dem Artikel 49 (2) (a) bis (d) der order unterliegen. An nicht darunter fallende Personen ist die Weitergabe bzw. der Vertrieb grundsätzlich nicht gestattet.

Dieses Dokument oder eine Kopie hiervon dürfen nicht nach Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika eingeführt oder versendet werden oder direkt oder indirekt in Australien, Japan, Kanada oder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder an irgendeinen Bürger dieser Länder vertrieben werden. In keinem Fall darf dieses Dokument an US-Personen, die unter den United States Securities Act fallen, versendet oder vertrieben werden.

In anderen Ländern oder an Bürger anderer Länder kann der Vertrieb dieses Dokuments ebenfalls gesetzlich eingeschränkt sein. Der Empfänger dieses Dokuments hat sich über entsprechende Beschränkungen zu informieren und diese zu beachten.

Dieses Dokument stellt weder ein Angebot oder noch eine Bewerbung eines Angebotes für den Kauf, den Verkauf oder die Zeichnung irgendeines Wertpapiers oder einer Anlage dar. Es dient keinesfalls der Anlageberatung. Eine Anlageentscheidung darf nicht auf dieses Dokument gestützt werden. Potenzielle Anleger sollten sich vor Ihrer Anlageentscheidung von geeigneten Personen individuell beraten lassen.

Dieses von der BankM erstellte Dokument beruht auf Informationen aus Quellen (öffentlich zugänglichen Informationen und Steuersätzen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung, die sich jedoch verändern können), die nach Auffassung von der BankM verlässlich, jedoch tatsächlich einer unabhängigen Verifizierung nicht zugänglich sind. Trotz sorgfältiger Prüfung gibt die BankM keine Garantie und Zusicherung für die Vollständigkeit und Richtigkeit des erstellten Dokuments ab und übernimmt auch keine Gewährleistung für die Vollständigkeit und Richtigkeit; eine Verantwortlichkeit und Haftung ist ausgeschlossen, sofern seitens der BankM kein Vorsatz oder grobe Fahrlässigkeit vorliegt.

Alle Statements und Meinungen sind ausschließlich solche von der BankM bzw. der Verfasser und können ohne Vorankündigung geändert werden. Etwaige irrumsbedingte Fehler des Dokuments können von der BankM berichtigt werden, ohne dass die BankM für Schäden aus diesen Fehlern zur Verantwortung gezogen werden könnte, es sei denn, dass die irrumsbedingten Fehler auf grob fahrlässiges Verhalten der BankM zurückzuführen sind.

Die BankM übernimmt keine Haftung für Vermögensschäden, soweit diese nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruhen. Mit der Annahme dieses Dokuments erklärt sich der Leser bzw. Nutzer dieses Dokuments mit den dargestellten Risikohinweisen, rechtliche Angaben und dem Haftungsausschluss (Disclaimer) einverstanden und an die vorstehenden Bestimmungen gebunden zu sein sowie die in dieser Analyse enthaltenen Informationen ausschließlich Berechtigten zugänglich zu machen.

Der Nutzer dieses Dokuments ist gegenüber der BankM zu Schadensersatz für sämtliche Schäden, Forderungen, Verluste und Nachteile aufgrund von oder in Verbindung mit der unautorisierten Nutzung dieses Dokuments verpflichtet.

Die Erstellung dieses Dokuments unterliegt deutschem Recht. Der Gerichtsstand für alle Streitigkeiten ist Frankfurt am Main (Deutschland).

Sollte eine Bestimmung dieses Disclaimers unwirksam sein oder werden, bleiben die übrigen Bestimmungen dieses Disclaimers hiervon unberührt.

**This document is not intended for use by persons resident in any jurisdiction that regulates access to such documents by applicable laws. Investment decisions must not be based on any statement in this report. Persons in possession of this document should inform themselves about possible legal restrictions and observe them accordingly. In case of uncertainty persons should not access and consider this document. This document is not intended for use by persons that are classified as US-persons under the United States Securities Act.**

© 2017 BankM - Repräsentanz der FinTech Group Bank AG, Mainzer Landstraße 61, D-60329 Frankfurt.

FinTech Group Bank AG, Rottfeder-Ring 7, 60327 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.