



Researchstudie (Anno)

USU Software AG



**„Die im GJ 2013 forcierte Wachstumsoffensive sichert
künftiges Unternehmenswachstum;
Umsatz- und Ergebnisdynamik dürfte zunehmen“**

Kursziel: 13,25 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21**

USU Software AG*⁵

Kaufen

Kursziel: 13,25

aktueller Kurs: 12,00
8.4.2014 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 126,29
EnterpriseValue³: 110,25
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 32,8 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Philipp Leopold
leopold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 22

Unternehmensprofil

Branche: Software

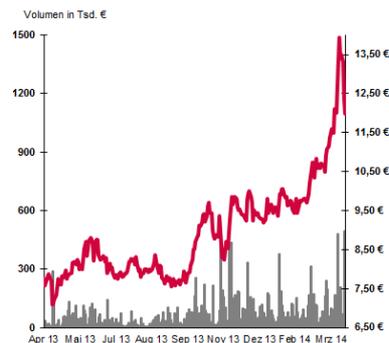
Fokus: Business Service Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 452 Stand: 31.12.2013

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben ganzheitliche Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen im Bereich „Business Service Management“ für den effizienten und kostenoptimalen Einsatz der IT-Infrastruktur eines Unternehmens sowie im Bereich „Knowledge Solutions“ zur Optimierung wissensintensiver Geschäftsprozesse. Darüber hinaus bietet die Gruppe im Bereich „Business Solutions“ Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten sowie individuelle Anwendungsentwicklung an. USU-Kunden erzielen neben einer hohen Serviceverbesserung auch enorme Einsparpotenziale, so dass sich die Investitionen in die Softwarelösungen der USU-Gruppe in sehr kurzer Zeit amortisieren und insofern eine Win-Win-Situation zwischen USU und ihren Kunden entsteht. Entsprechend zählen inzwischen über 500 Unternehmen aus allen Bereichen der Wirtschaft, insbesondere aber aus den IT-intensiven Branchen wie Versicherungen und Banken, zum Kundenkreis der USU-Gruppe, wie beispielsweise Allianz, BASF, BOSCH, BMW, DEVK, EDEKA, Generali, Hannover Rück, HDI Gerling, Jacobs Engineering, LVM, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	55,71	64,63	76,13	87,63
EBITDA	5,49	8,88	11,06	12,74
EBIT	3,41	6,75	8,97	10,89
bereinigtes EBIT	5,08	8,43	10,64	12,39
Jahresüberschuss	3,68	6,00	8,03	9,77

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,35	0,57	0,76	0,93
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,35	0,45

Kennzahlen

EV/Umsatz	1,98	1,71	1,45	1,26
EV/EBITDA	20,08	12,42	9,97	8,65
EV/EBIT	32,33	16,33	12,29	10,12
EV/bereinigtes EBIT	21,69	13,08	10,36	8,90
KGV	34,32	21,05	15,73	12,93
KBV	2,37			

Finanztermine

22.05.2014: Veröffentlichung Q1-Bericht
24.06.2014: Hauptversammlung
21.08.2014: Veröffentlichung HJ-Bericht
21.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
5.3.2014: RS / KAUFEN
19.11.2013: RS / 10,90 / KAUFEN
26.8.2013: RS / 11,20 / KAUFEN
17.7.2013: RG / 10,60 / KAUFEN
27.5.2013: RS / 10,60 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit dem vierten Quartal 2013, welches umsatzseitig das beste Quartal der Unternehmenshistorie war, konnte die USU Software AG die Umsatzschwäche des ersten Halbjahres kompensieren. Auf Gesamtjahresbasis erzielte die Gesellschaft somit ein Umsatzwachstum in Höhe von 8,8 % auf 55,71 Mio. € (VJ: 51,23 Mio. €). Das vierte Quartal 2013 war mit einem EBIT in Höhe von 2,91 Mio. € (VJ: 2,15 Mio. €) auch auf Ergebnisebene das beste Quartal der Unternehmensgeschichte.
- Hauptumsatztreiber war, wie bereits schon unterjährig zu beobachten, das Produktsegment. Hier profitierte die Gesellschaft einerseits von der hohen Nachfrage nach USU-Software (Lizenzumsätze steigerten sich um +25,7 % auf 10,06 Mio. €) sowie andererseits vom anorganischen Wachstum. Der Umsatzbeitrag der im Geschäftsjahr 2013 erworbenen BIG Social Media GmbH belief sich auf 4,17 Mio. €.
- Das Servicegeschäft war hingegen von einer Umsatzschwäche gekennzeichnet. Nachdem mehrere Großprojekte in diesem Bereich Ende 2013 beendet wurden bzw. deren Fortsetzung verschoben wurde, konnte die USU Software AG diese nicht durch die Gewinnung von Neuprojekten kompensieren. Insgesamt reduzierten sich die Umsätze in diesem Bereich um -13,0 % auf 13,62 Mio. € (VJ: 15,65 Mio. €).
- Im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 wurden die Weichen für das weitere Wachstum gelegt. Hierzu gehört die forcierte Produkteoffensive (neue Produkte wurden eingeführt sowie bestehende Produkte weiterentwickelt), Vorinvestitionen im Zusammenhang mit der CA-Partnerschaft sowie die Integration der neu erworbenen BIG Social Media GmbH. In Summe haben diese Maßnahmen zu einem operativen Gesamtkostenanstieg auf 50,22 Mio. € (VJ: 45,96 Mio. €) geführt. Folglich findet sich der Umsatzanstieg nicht in der operativen Ergebnisentwicklung, mit einem leichten EBIT-Rückgang auf 3,41 Mio. € (VJ: 3,52 Mio. €), wieder.
- Die USU Software AG ist, nicht zuletzt durch die in 2013 realisierte Wachstumsoffensive gut gerüstet für das anvisierte Unternehmenswachstum. Für das GJ 2014 werden Umsatzerlöse in Höhe von 63 - 65 Mio. € und damit eine Beschleunigung der Wachstumsdynamik in Aussicht gestellt. Unsere Prognosen bestätigen sowohl diese Unternehmens-Guidance als auch die langfristigen Unternehmensaussichten (Umsatz: 100,0 Mio. €; bereinigte EBIT-Marge: 15,0 %).
- Bei erwarteten Umsatzerlösen von 64,63 Mio. € (GJ 2014e), 76,13 Mio. € (GJ 2015e) respektive 76,13 Mio. € (GJ 2016e) dürfte die USU Software AG einen sukzessiven Rentabilitätsanstieg umsetzen. Diese Annahme findet sich in einer von uns prognostizierten überproportionalen EBIT-Entwicklung wieder. Bis zum Jahr 2016 rechnen wir mit einem Anstieg der EBIT-Marge auf 12,4 %.
- Auf Basis dieser Prognosen errechnet sich in unserem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 13,25 € (bisher: 10,90 €). Angesichts des aktuellen Kursniveaus lautet das daraus resultierende Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

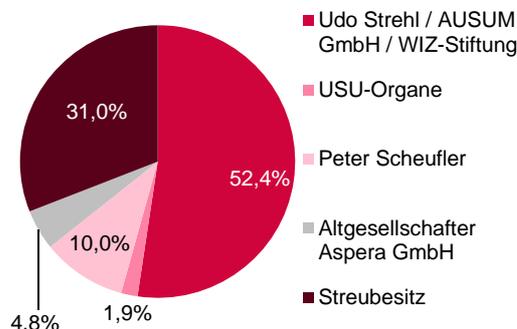
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte	4
Business Service Management	5
Knowledge Solutions	5
Business Solutions	5
Referenzkunden	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2013	10
Umsatzentwicklung 2013	10
Ergebnisentwicklung 2013	11
Bilanzielle und finanzielle Situation	13
Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen	14
SWOT-Analyse	15
Prognose und Modellannahmen	16
Umsatzprognosen	17
Ergebnisprognosen	17
Bewertung	19
Modellannahmen	19
Bestimmung der Kapitalkosten	19
Bewertungsergebnis	19
DCF-Modell	20
Anhang	21

UNTERNEHMEN

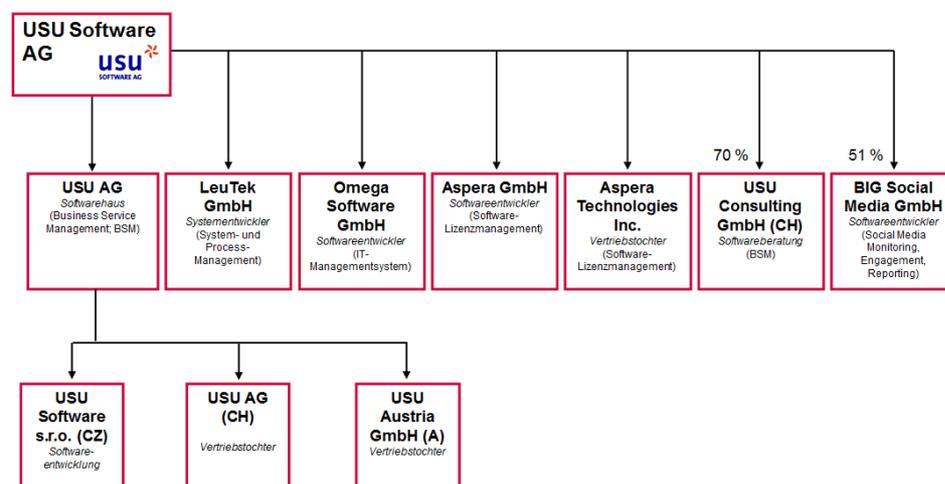
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	52,4
USU-Organen	1,9
Peter Scheufler	8,2
Altgesellschafter Aspera	4,8
Streubesitz	32,8

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im Konsolidierungskreis der USU Software AG, der derzeit neun inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften umfasst, findet sich ein wichtiger Baustein der Unternehmensstrategie wieder. So sollen beispielsweise die Konzernaktivitäten zielgerichtet durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe sukzessive ausgebaut werden. Bezeichnend hierfür steht der im Jahr 2012 vollständig erworbene Lizenzmanagementspezialist Aspera GmbH, welcher, zusammen mit der neu gegründeten Tochtergesellschaft Aspera Technologies Inc., einen wichtigen Beitrag am jüngsten Konzern Erfolg beisteuerte. Auch im Jahr 2013 konnte die USU Software AG mit der mehrheitlichen Akquisition der BIG Social Media GmbH, das Leistungsspektrum um den Bereich Social Media Management ausbauen.

Produkte

Das Leistungsspektrum beziehungsweise die Produktpalette der USU Software AG lässt sich in drei Bereiche untergliedern: **Business Service Management**, **Knowledge Solutions** und **Business Solutions**. Der Kerngedanke und der Vorteil beim Einsatz der USU-Produktpalette liegen in einer Steigerung der Effizienz und in der Optimierung der Kosten bei der Nutzung der Informationstechnologie.

So können etwa Nutzer der Software SmartTrack (Software der Tochtergesellschaft Aspera GmbH) mit Hilfe eines eigenentwickelten Softwarekatalogs eine Bilanz über die

im Einsatz befindlichen Softwarelizenzen erstellen. Damit können einerseits Unterlizenzierungen schnell offengelegt und somit etwaige Strafzahlungen oder Rechtsverfolgungen vermieden werden. Andererseits lassen sich für die Nutzer von SmartTrack aber auch Überlizenzierungen erkennen und somit Einsparpotenziale realisieren. Laut Aussagen der Gesellschaft können Kunden ihre Softwareinvestitionen um bis zu 30 % reduzieren. Damit wäre der Einsatz von SmartTrack in der Regel bereits nach einem Jahr amortisiert. SmartTrack ist ein Bestandteil der Kernproduktsuite Valuemation, welche ihrerseits dem Business Service Management zugeordnet werden kann.

Business Service Management

Das dargestellte Beispiel der Lizenzmanagement-Software wird in der Produktsuite Valuemation um weitere USU-Module ergänzt, die einen ähnlichen Ansatz verfolgen. Dabei ermöglicht Valuemation beispielsweise neben der effektiven Bestandsverwaltung der Hard- und Software eines Unternehmens auch den sicheren Betrieb der IT und der damit verbundenen Geschäftsprozesse. Mit dem ganzheitlichen Portfolio von USU können die USU-Kunden ihre IT-Landschaft laufend aktiv transparent darstellen, verwalten, überprüfen und steuern. Das Ziel ist dabei eine kostenoptimale und servicebezogene Einbindung der IT in die Geschäftsprozesse der Unternehmen.

Knowledge Solutions

Das Kernprodukt dieses Bereiches ist das USU KnowledgeCenter, eine modular aufgebaute und webbasierte Produktsuite für die Informationsbereitstellung in wissensintensiven Geschäftsprozessen. Ein wichtiges Modul des USU KnowledgeCenter ist der USU KnowledgeMiner, eine sehr leistungsfähige und selbstlernende Suchmaschine, deren Technologie patentiert wurde. Adressiert werden Unternehmen, die schnell auf strukturierte und unstrukturierte Informationen zurückgreifen müssen und auf eine schnelle Informationsversorgung der Anwender abzielen. Eine der wichtigsten Zielgruppen in diesem Bereich sind beispielsweise Call Center, die eine Vielzahl unterschiedlichster Auskünfte erteilen müssen und daher in großen, heterogen verteilten Datenmengen recherchieren. Auch die Social-Media-Technologie der mehrheitlich übernommenen BIG Social Media GmbH soll in der Wissensdatenbank USU KnowledgeCenter integriert werden. Durch diese Verknüpfung, woraus sich für die USU im Bereich des wissensbasierten Servicemanagement ein Alleinstellungsmerkmal ergibt, sollen die USU-Kunden zusätzlich auch Informationen über Kunden- und Markttrends herauslesen können. Durch den strategischen Zusammenschluss verspricht sich die Gesellschaft zudem weitere internationale Wachstumspotenziale.

Business Solutions

Aufträge, welche einen individuellen Charakter vorweisen, werden diesem Bereich zugeordnet. In der Regel handelt es sich hier um eine reine Anwendungsentwicklung von Softwarelösungen gemäß den Anforderungen des Kunden. Somit erreicht die USU Software AG über den Bereich Business Solutions einen hohen Individualisierungsgrad. Insofern entspricht der Bereich Business Solutions dem Segment Servicegeschäft der USU-Gruppe. In Einzelfällen können dabei auch die USU-Standardprodukte zum Einsatz kommen, beispielsweise im Projekt 115 der Bundesregierung zum Aufbau einer deutschlandweiten Behördenhotline, in welcher eine Wissensmanagement-Lösung auf Grundlage des USU KnowledgeCenter die Basis der intelligenten Informationsversorgung der Bürger bildet.

Referenzkunden

Mit ihren Produkten hat die USU Software AG einen namhaften Kundenstamm aufgebaut. Vertreten sind Unternehmen verschiedener Branchen, wodurch keine spezifische Branchenabhängigkeit gegeben ist:



BAYERISCHE STAATSKANZLEI



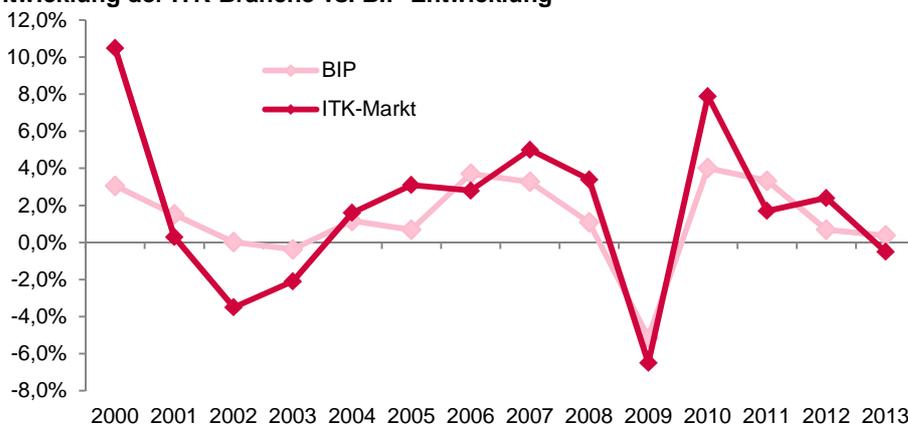
Bayer HealthCare

Quelle: USU Software AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Das Branchenumfeld der ITK-Branche weist eine hohe Abhängigkeit zu der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland auf. Werden die ITK-Statistiken der BITKOM im Verhältnis mit der BIP-Entwicklung gesetzt, so resultiert mit 0,80 (Zeitraum 2000-2013) eine vergleichsweise hohe Korrelation. Grundsätzlich ist jedoch die Entwicklung des ITK-Marktes von einer höheren Volatilität geprägt. Während im Krisenjahr 2009 ein Rückgang der Gesamtumsätze der in der Informations- oder Telekommunikationstechnologie tätigen Unternehmen in Höhe von -6,5 % verzeichnet wurde, lag der BIP-Rückgang mit -5,1 % niedriger. Infolge der Erholungstendenzen im Jahr 2010 erholten sich jedoch die ITK-Umsätze mit einem Plus von 7,9 % deutlich stärker als das BIP (+4,0 %):

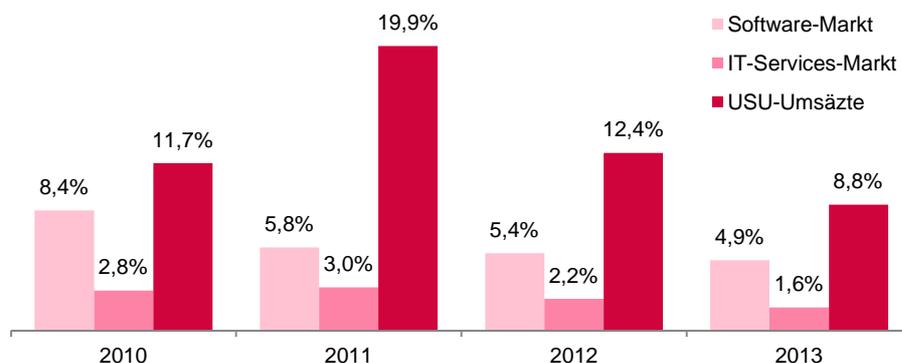
Entwicklung der ITK-Branche vs. BIP-Entwicklung



Quelle: Statistisches Bundesamt; BITKOM; GBC AG

Dieser Zusammenhang lässt sich auch im abgelaufenen Geschäftsjahr erkennen. Bei einer leicht rückläufigen Dynamik des BIP, schrumpfte die deutsche ITK-Branche in 2013 um -0,5 % (2012: +2,4 %). Um einen Erklärungsansatz dieser insgesamt negativen Umsatzentwicklung zu finden, muss eine differenzierte Betrachtung der ITK-Segmente vorgenommen werden. In den BITKOM-Statistiken wird dabei mit -14,8 % eine besondere Schwäche im Bereich „Consumer Electronics“ (Desktops, Laptops, TV-Geräte etc.) erkennbar. Die für die USU Software AG wichtigen Teilmärkte „IT-Services“ und „Software“ konnten hingegen, wie schon in den Vorjahren, mit +4,9 % (Software) sowie +1,6 % (IT-Services) eine im Verhältnis zum Branchenumfeld überdurchschnittliche Entwicklung vorweisen.

Umsatzwachstum USU Software AG vs. Branchenumfeld



Quelle: BITKOM; USU Software AG; GBC AG

Auch künftig sollten gemäß aktuellen BITKOM-Prognosen diese für die USU Software AG wichtigen Teilbereiche überproportional wachsen. Bei einem für 2014 prognostizierten ITK-Branchenwachstum von +1,7 %, sollte der Bereich Software um +5,3 % und der Bereich IT-Services um +3,2 % zulegen. Umsatzseitig war dabei die USU Software AG in der Vergangenheit stets in der Lage, stärker als das Marktumfeld bzw. die ausschlaggebenden Teilmärkte zu wachsen und somit überproportional an der Marktentwicklung zu partizipieren.

Wir rechnen mit einer Fortsetzung der überproportionalen Entwicklung der USU-Umsätze, zumal die Gesellschaft mit den neuen Tochtergesellschaften Aspera GmbH, Aspera Technologies Inc. und BIG Social Media GmbH Teilmärkte erschlossen hat, die von einer hohen Dynamik geprägt sind. So kommt der IT-Dienstleister Insight in seiner Studie „Lizenzmanagement in Europa“ zu der Erkenntnis, dass etwa 90,0 % der deutschen Unternehmen zu viele Lizenzen besitzen. Da jedoch die Optimierung von Softwarelizenzen zu den grundlegenden Faktoren einer schnellen Kostenoptimierung (Quelle: PWC) zählen, herrscht in diesem Bereich noch ein großes Aufhol- und Einsparpotenzial. Hiervon dürfte der Lizenzmanagementspezialist Aspera GmbH profitieren. Auch der Bereich Social Media Monitoring und Social Media Reporting dürfte angesichts der immer stärker werdenden Verbindung zwischen Unternehmen und Social Media-Kanäle (künftig dürften Unternehmen neben Marketingaktivitäten auch bspw. Serviceaufgaben über die sozialen Medien generieren) stark wachsen.

Da mittlerweile für die USU Software AG die internationalen Umsätze zunehmend an Bedeutung gewinnen (Auslandsanteil 2013: 15,7 %) werden darüber hinaus die weltweiten ITK-Markttrends für die Gesellschaft bedeutender. Neuesten Statistiken von BITKOM zufolge, ist die Ausrichtung der USU Software AG insofern nachvollziehbar, als dass sich der globale ITK-Markt im Vergleich zur deutschen Branchenentwicklung deutlich dynamischer präsentiert. Neuesten Prognosen zufolge dürfte das weltweite Wachstum in 2013 bei voraussichtlich +3,8 % liegen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	51,23	55,71	64,63	76,13	87,63
Herstellungskosten	-25,98	-26,93	-31,54	-37,07	-42,41
Bruttoergebnis vom Umsatz	25,25	28,78	33,09	39,05	45,22
Marketing- und Vertriebskosten	-6,93	-9,11	-9,37	-10,28	-11,96
Allgemeine und Verwaltungskosten	-4,64	-5,87	-6,01	-7,08	-8,15
Forschungs- und Entwicklungskosten	-7,24	-9,43	-9,69	-11,42	-13,14
AfA auf immaterielles Anlagevermögen	-1,14	-1,36	-1,41	-1,39	-1,20
sonstige betriebliche Erträge	0,41	0,61	0,40	0,40	0,45
sonstige betriebliche Aufwendungen	-2,18	-0,22	-0,25	-0,32	-0,32
Betriebsergebnis	3,53	3,41	6,75	8,97	10,89
Zinserträge	0,25	0,11	0,15	0,20	0,20
Zinsaufwendungen	-0,35	-0,65	-0,24	-0,24	-0,24
Ergebnis vor Steuern	3,44	2,87	6,66	8,93	10,85
Steuern vom Einkommen und Ertrag	1,38	0,78	-0,67	-0,89	-1,09
Minderheitenanteile	0,01	0,03	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	4,83	3,68	6,00	8,03	9,77
EBITDA	5,27	5,49	8,88	11,06	12,74
in % der Umsatzerlöse	10,3%	9,9%	13,7%	14,5%	14,5%
EBIT	3,53	3,41	6,75	8,97	10,89
in % der Umsatzerlöse	6,9%	6,1%	10,5%	11,8%	12,4%
Ergebnis je Aktie in €	0,46	0,35	0,57	0,76	0,93
Dividende je Aktie in €	0,25	0,25	0,25	0,35	0,45
Aktienzahl in Mio. Stück	10,52	10,52	10,52	10,52	10,52

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2013

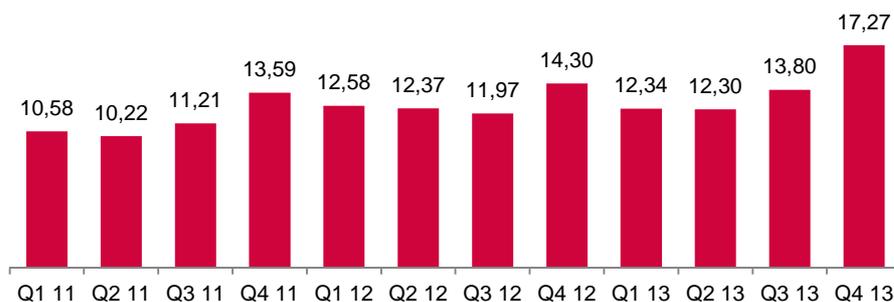
Umsatzentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Umsatzerlöse	45,60	51,23	55,71
Umsatzerlöse - Produkt	31,19	35,53	42,00
Umsatzerlöse - Service	14,36	15,65	13,62

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die sich in den ersten beiden Quartalen 2013 abzeichnende Umsatzschwäche bei der USU Software AG konnte durch die wieder höheren Umsatzniveaus im zweiten Halbjahr 2013 vollständig kompensiert werden, so dass die Gesellschaft einen Anstieg der Gesamtumsätze auf 55,71 Mio. € (VJ: 51,23 Mio. €) errächen konnte. Sowohl die vom Unternehmen zum 30.09.2013 angepassten Umsatzprognosen von 56,00 Mio. € als auch unsere im Rahmen der Researchstudie (Update vom 19.11.13) kommunizierten Umsatzschätzungen von 56,35 Mio. € wurden nur knapp verfehlt. Positiv hervorzuheben sind jedoch die hohen Aufholeffekte des zweiten Halbjahres 2013, mit einem vierten Quartal, welches gleichzeitig das umsatzstärkste Quartal der Unternehmenshistorie war.

Umsatzentwicklung auf Quartalsebene (in Mio. €)

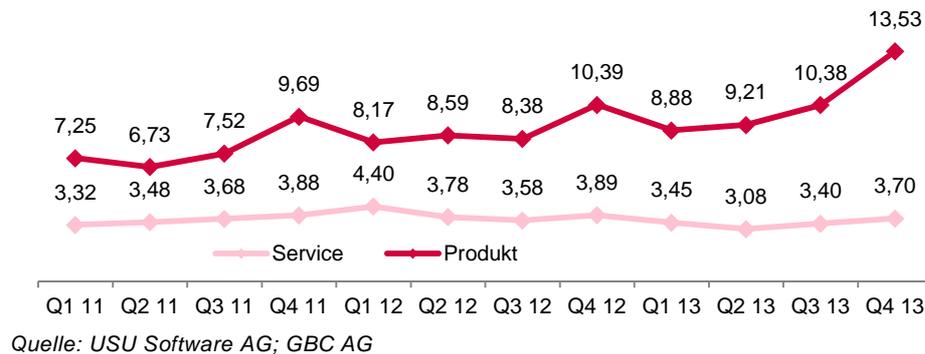


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das abgelaufene Geschäftsjahr 2013 stand dabei im Zeichen einer dynamischen Entwicklung des Produktsegmentes, welches auf Gesamtjahresbasis um +18,2 % auf 42,00 Mio. € (VJ: 35,54 Mio. €) zulegen konnte. Der vergleichsweise margenstarke Produktbereich profitierte dabei einerseits von der unverändert hohen Nachfrage nach USU-Produkten, ein Umstand, welcher speziell anhand der überdurchschnittlichen Entwicklung der Lizenzumsätze ersichtlich wird. Diese legten gegenüber 2012 um +25,7 % auf 10,06 Mio. € (VJ: 8,00 Mio. €) zu. Andererseits steuerte die in 2013 mehrheitlich erworbene BIG Social Media GmbH, im Sinne eines anorganischen Wachstums, erstmalig Produkterlöse in Höhe von 4,17 Mio. € bei. Um diesen Beitrag bereinigt lag das organische Umsatzwachstum des Produktsegments demnach bei +6,5 % auf 37,83 Mio. €.

Wie nachfolgend illustriert lieferte das margenschwächere Servicesegment, welches den Vorjahresumsatz mit 13,62 Mio. € um -13,0 % (VJ: 15,65 Mio. €) verfehlt hat, keine positiven Impulse. Nachdem mehrere Großprojekte in diesem Bereich Ende 2013 beendet wurden bzw. deren Fortsetzung verschoben wurde, konnte die USU Software AG diese nicht durch die Gewinnung von Neuprojekten kompensieren. Demnach stabilisierten sich die Umsätze in diesem Bereich auf ein niedriges Niveau. Gemäß Unternehmensangaben sollte sich in diesem Segment jedoch der Boden ausgebildet haben. Unterstützt wird diese Aussage durch das vierte Quartal 2013, in dem mit 3,70 Mio. € wieder an die alten Umsatzniveaus angeknüpft wurde.

Segmentbezogene Quartalsumsätze (in Mio. €)



Ergebnisentwicklung 2013

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
EBITDA	6,70	5,27	5,49
EBITDA-Marge in %	14,7%	10,3%	9,9%
EBIT	4,64	3,53	3,41
EBIT-Marge in %	10,2%	6,9%	6,1%
bereinigtes EBIT	6,52	7,07	5,08
bereinigte EBIT-Marge in %	14,3%	13,8%	9,1%

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 fortgeführte Wachstumsoffensive ging mit einer überproportionalen Kostenentwicklung und dementsprechend einem im Vergleich zum Umsatzanstieg nur unterproportionalen Ergebnisanstieg einher. Im Rahmen der Wachstumsoffensive wurden eine Reihe von Produktinnovationen (USU Service Manager, USU KnowledgeScout) eingeführt sowie das bestehende Produktportfolio weiterentwickelt. Zugleich erfolgten Vorinvestitionen im Zusammenhang mit der CA-Partnerschaft (Verknüpfung der Software; Erweiterung der Sprachversionen), wodurch sich ebenfalls ein kostenerhöhender Effekt ergibt.

Erwähnenswert ist darüber hinaus der deutliche Ausbau der Konzernbelegschaft auf 452 Mitarbeiter (VJ: 362), welcher in etwa jeweils hälftig aus der Übernahme der BIG Social Media GmbH herrührt sowie andererseits im Rahmen der USU-Wachstumsoffensive vorgenommen wurde. Folglich legten die Personalaufwendungen signifikant auf 29,88 Mio. € (VJ: 24,93 Mio. €) zu. Diese Entwicklung ist der wesentliche Treiber des operativen Gesamtkostenanstiegs auf 50,22 Mio. € (VJ: 45,96 Mio. €).

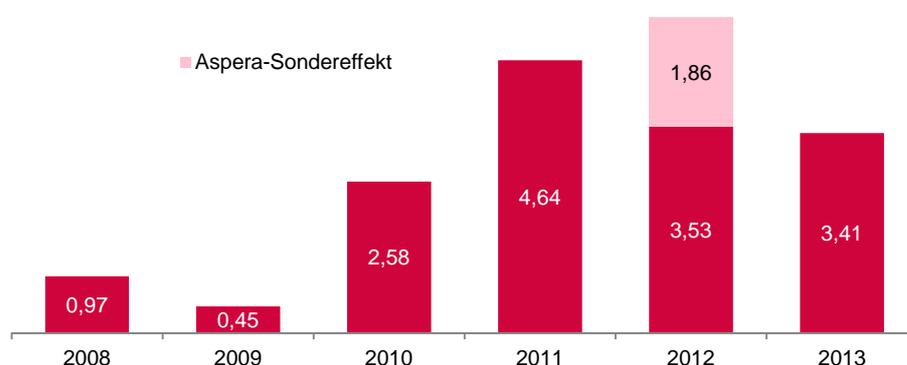
EBIT-Brücke (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wie der umseitigen Darstellung zu entnehmen ist, stehen dem Umsatzanstieg Kostenerhöhungen auf allen wesentlichen Kostenpositionen gegenüber. Diese stehen ausschließlich in Verbindung mit der Wachstumsoffensive der USU Software AG, welche einen signifikanten Personalausbau sowie einen deutlichen Anstieg der Entwicklungsaufwendungen nach sich gezogen hat. Ein Ausreißer stellt hier mit 0,39 Mio. € die Summe der sonstigen betrieblichen Aufwendungen und Erträge. Im Vorjahr hatte die Gesellschaft noch einen negativen Saldo in Höhe von -1,77 Mio. € ausgewiesen. Dieser war insbesondere durch die Kaufpreisanpassung für die vollständige Übernahme der Aspera GmbH (-1,86 Mio. €) negativ beeinflusst und folglich hätte das um diesen Effekt bereinigte Vorjahres-EBIT bei 5,39 Mio. € gelegen.

EBIT (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die leicht rückläufige operative Ergebnisentwicklung findet sich zudem im Rückgang des Nachsteuerergebnisses wieder. Der Rückgang des Nachsteuerergebnisses von 4,83 Mio. € (GJ 12) auf 3,68 Mio. € (GJ 13) ist vor dem Hintergrund einer nur marginalen EBIT-Reduktion jedoch überproportional stark ausgefallen. Zwei wesentliche Faktoren sind dafür verantwortlich. Einerseits war dabei das Finanzergebnis von einer für die USU Software AG ungünstigen US-Dollar-Entwicklung belastet (CA-Umsätze erfolgen in US-Dollar). Die Aufwendungen aus Währungsdifferenzen beliefen sich auf 0,27 Mio. € (VJ: 0,00 Mio. €). Andererseits hatte die Gesellschaft im Geschäftsjahr 2012 einen Steuerertrag in Höhe von 1,38 Mio. € ausgewiesen. Zwar wurde in 2013 im Zuge der Aktivierung latenter Steuern ebenfalls ein Steuerertrag in Höhe von 0,78 Mio. € verbucht, dieser lag jedoch deutlich unterhalb des Vorjahresniveaus.

Ergänzende Information

Bereinigtes Konzernergebnis (in Mio. €)	2012	2013
EBIT	3,53	3,41
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte*	1,14	1,36
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	2,40	0,31
Bereinigtes EBIT	7,07	5,08
Finanzergebnis	-0,09	-0,54
Steuern vom Einkommen und Ertrag	1,38	0,78
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	-0,12	-0,19
Minderheitenanteile	0,01	0,03
Bereinigtes Konzernergebnis	7,22	5,17
Bereinigtes EPS	0,69	0,49

*grau unterlegte Zeilen stellen die Bereinigungen gegenüber der Konzern GuV dar
Quelle: USU Software AG

Um eine höhere Transparenz zu gewährleisten, hat die USU Software AG verschiedene Sondereffekte aus der Gewinn- und Verlustrechnung eliminiert, um somit ein bereinigtes Ergebnis zu präsentieren. Bei den Bereinigungen handelt es sich vornehmlich um Sondereffekte, die im Zusammenhang mit den vorgenommenen Akquisitionen stehen. Das bereinigte EBIT wird von der Gesellschaft als zentrale Ergebnis-Kenngröße angesehen.

Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012	GJ 2013
Eigenkapital	49,91	52,31	53,28
EK-Quote (in %)	71,2%	78,4%	65,4%
Operatives Anlagevermögen	41,00	40,01	45,48
Working Capital	-1,84	-0,92	-5,38
Net Debt	-17,40	-13,21	-16,04

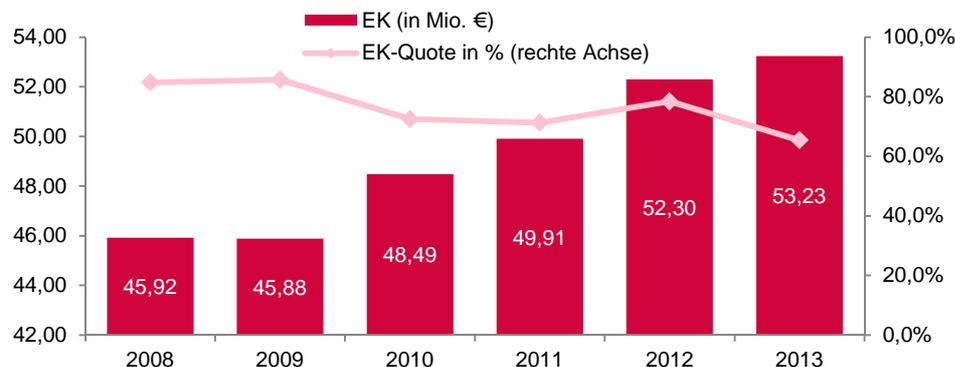
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die gewohnt sehr solide Vermögensstruktur der USU Software AG wird auch zum 31.12.2013 sichtbar. Die sich gegenüber der Vorjahresbilanz ergebenden Veränderungen stehen vornehmlich im Zusammenhang mit dem Erwerb und der Vollkonsolidierung der BIG Social Media GmbH sowie im Zusammenhang mit der CA-Partnerschaft.

Die Konsolidierung der im vierten Quartal final allokierten Vermögenswerte der BIG Social Media GmbH hatte zunächst einen Anstieg des operativen Anlagevermögens zur Folge. Betroffen waren dabei die immateriellen Vermögenswerte (BIG-Zugang: 3,63 Mio. €) sowie die Geschäfts- und Firmenwerte (Zugang Goodwill: 2,16 Mio. €), wodurch allgemein das operative Anlagevermögen auf 45,48 Mio. € (31.12.12: 40,01 Mio. €) angestiegen ist. Passivseitig ist neben der Konsolidierung der Verbindlichkeiten sowie der latenten Steuern der Anstieg der Kaufpreisverbindlichkeiten auf 2,91 Mio. € (31.12.12: 0,00 Mio. €) nennenswert. Demnach ergab der erstmalige BIG-Einbezug insgesamt eine Bilanzverlängerung.

Flankierend hierzu hat die CA Technologies im Rahmen des Partnerschaftsvertrages bereits Zahlungen in Höhe der Mindestabnahmemenge für die folgenden Geschäftsjahre geleistet. Der konkrete Zeitraum wurde von der Gesellschaft nicht kommuniziert, angesichts der Höhe des Liquiditätszugangs gehen wir davon aus, dass die Vorauszahlungen die Mindestabnahmemenge von fünf Jahren abdecken (1,0 Mio. € p.a.). Der hauptsächlich daraus resultierende signifikante Anstieg der Verbindlichkeiten aus erhaltenen Anzahlungen auf 11,21 Mio. € (31.12.12: 2,48 Mio. €) ist liquiditätswirksam und hat ebenfalls eine Ausweitung der Bilanzsumme zu verantworten.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



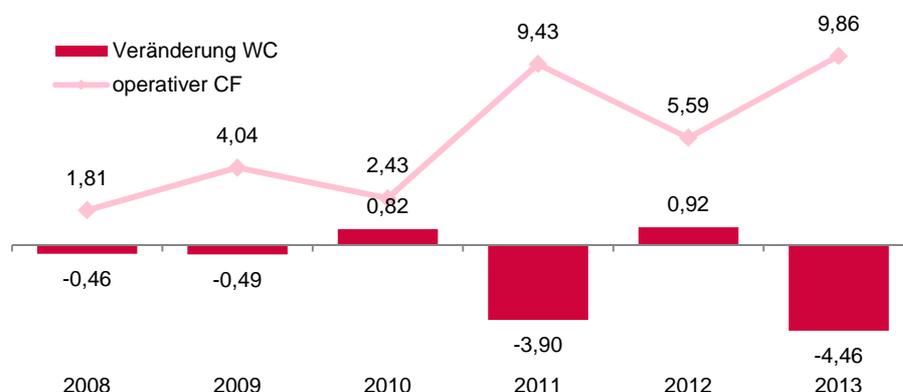
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Vor dem Hintergrund der Bilanzverlängerung ist der Rückgang der EK-Quote, trotz des ergebnisbedingten Anstiegs des Eigenkapitals (abzüglich Dividendenausschüttung in Höhe von 2,63 Mio. €), zu verstehen. Während das Eigenkapital auf 53,23 Mio. € (31.12.12: 52,30 Mio. €) weiter ausgebaut wurde, reduzierte sich die EK-Quote auf 65,4 % (31.12.12: 78,4 %). Angesichts des temporären Charakters der CA-Vorauszahlungen (diese werden sich mit Leistungserbringung der USU Software AG reduzieren), wird die EK-Quote tendenziell wieder ansteigen.

Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen

Die liquiditätswirksamen CA-Vorauszahlungen hatten darüber hinaus eine weitere Reduktion des Nettoumlaufvermögens (Working Capital) auf -5,38 Mio. € (-0,92 Mio. €) zur Folge. Infolgedessen war die Gesellschaft in der Lage, einen operativen Cashflow auszuweisen, welcher mit 9,86 Mio. € (VJ: 5,59 Mio. €) deutlich oberhalb des Nachsteuerergebnisses lag.

Working Capital vs. operativer Cashflow (in Mio. €)

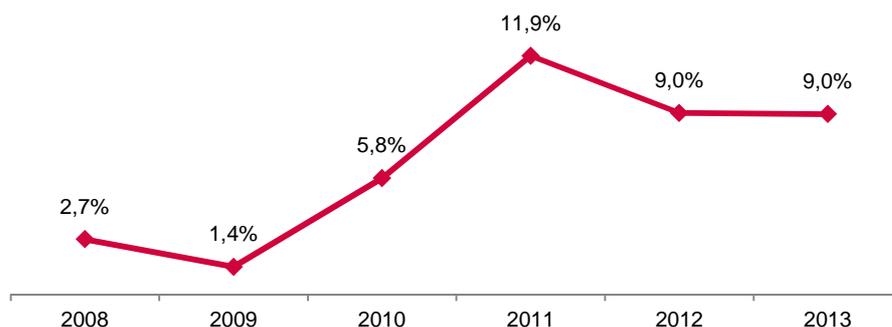


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Vorauszahlungen der CA Technologies stellen dabei lediglich die vereinbarte Mindestabnahme in Höhe von 1,00 Mio. € p.a. dar. Erwartungsgemäß dürfte die in der Produktsuite der CA Technologies integrierte Aspera-Software höhere Umsätze generieren, so dass weitere Zahlungen wahrscheinlich sind.

Bei einem durch die Reduktion des Working Capitals bedingten Rückgang des Capital Employed (investiertes Kapital) auf 38,00 Mio. € (VJ: 39,09 Mio. €), entwickelte sich das ROCE sehr solide. Mit einem ROCE in Höhe von 9,0 % konnte der Vorjahreswert exakt wiederholt werden (VJ: 9,0 %).

ROCE (in %)



Quelle: GBC AG

SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> • Die USU Software AG war in den letzten Jahren stets in der Lage stärker als das Branchenumfeld zu wachsen und damit Marktanteile zu gewinnen. • Im Rahmen der Unternehmensakquisitionen konnten bereits Synergieeffekte gehoben werden (Softwareintegration schnell umgesetzt). • Die USU Software AG verfügt über sehr solide Bilanzrelationen, die darüber hinaus weiteres anorganisches Wachstum ermöglichen. • Die relative Stärke des margenstärkeren Produktgeschäftes belegt die sukzessive Umwandlung zum Systemhaus. • Die hohe Innovationsgeschwindigkeit ist ein wichtiger Treiber für das organische Wachstum gewesen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Der Goodwill nimmt mit 45,5 % einen vergleichsweise hohen Anteil an der Bilanzsumme ein. • Das Beratungssegment weist eine hohe Abhängigkeit von Großprojekten auf. Dieser Umstand hat zu einer relativen Umsatzschwäche in diesem Bereich im GJ 2013 geführt.
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> • Der Vertrag mit CA Technologies erhöht die Sichtbarkeit für die USU-Technologie, wodurch neue Umsätze generiert werden könnten. • Weiterer Rentabilitätsanstieg durch die Zunahme margenstarker Umsätze ist möglich. • Mit den ausländischen Tochtergesellschaften verfügt die USU Software AG bereits über Strukturen, um das internationale Wachstum voranzutreiben. • Weiteres anorganisches Wachstum ist angesichts der guten Vermögensausstattung möglich. 	<ul style="list-style-type: none"> • Die im Rahmen des anorganischen Wachstums erworbenen Tochtergesellschaften, könnten sich nicht wie erwartet entwickeln bzw. unerwartet geringe Synergieeffekte einstellen. • Die USU Software AG könnte nicht adäquat auf einen schnellen technologischen Wandel reagieren. • Das Investitionsverhalten der Kunden hängt von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ab. Bei konjunkturellen Schwierigkeiten dürfte die Investitionsbereitschaft sinken.

Prognose und Modellannahmen

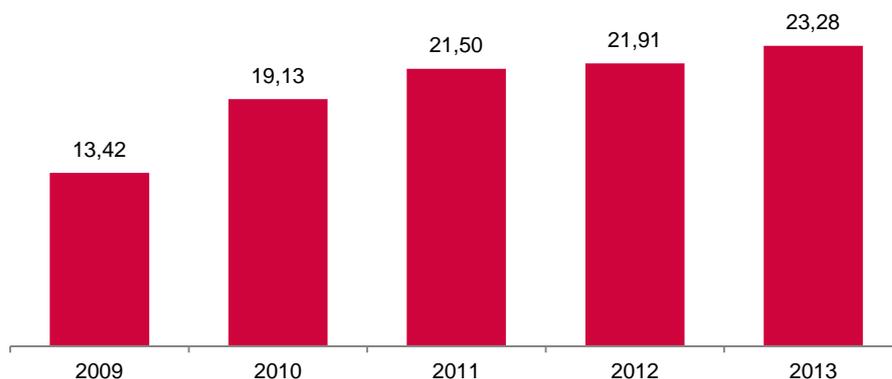
GuV (in Mio. €)	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	64,63	76,13	87,63
EBITDA	8,88	11,06	12,74
EBITDA-Marge	13,7%	14,5%	14,5%
EBIT	6,75	8,97	10,89
EBIT-Marge	10,5%	11,8%	12,4%
bereinigtes EBIT	8,43	10,64	12,39
bereinigte EBIT-Marge	13,0%	14,0%	14,1%
Jahresüberschuss	6,00	8,03	9,77
EPS in €	0,57	0,76	0,93

Quelle: GBC AG

Trotz der unter den Erwartungen gebliebenen Umsatz- und Ergebnisentwicklung, hat die USU Software AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2013 sowohl auf Produktebene als auch im anorganischen Bereich wichtige Weichen für das künftige Wachstum gelegt.

Ein wesentliches Hauptaugenmerk im Produktbereich lag dabei auf die Neuentwicklung und damit Ausweitung der Produktpalette. In diesem Zusammenhang wurden beispielsweise die Cloud- und On-Premise-Lösung **USU Service Manager** oder das interaktive Ratgebersystem für den technischen Kundendienst **USU KnowledgeScout** neu entwickelt. Darüber hinaus wurden auch die bestehenden Produkte turnusgemäß weiterentwickelt und um verschiedene Funktionalitäten erweitert. Im Rahmen der forcierten Produktoffensive konnte zudem die um mehrere Sprachversionen erweiterte Aspera-Lizenzmanagementsoftware mit der Software des Partners CA Technologies final verknüpft werden, wodurch bereits erste Umsätze generiert wurden. Gemäß Unternehmensangaben kann bereits jetzt eine große Nachfrage nach den neuen und weiterentwickelten Produkten verzeichnet werden. Darüber hinaus liefert die überdurchschnittlich gute Entwicklung des Produktsegments (insbesondere Lizenzverkäufe) im Geschäftsjahr 2013 eine aussagekräftige Basis für den Ausbau der Wartungsumsätze. Dies lässt sich besonders gut anhand des zum 31.12.13 um 6,2 % höheren Auftragsbestandes ablesen, welcher unter anderem den gestiegenen Wartungsbestand repräsentiert:

Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

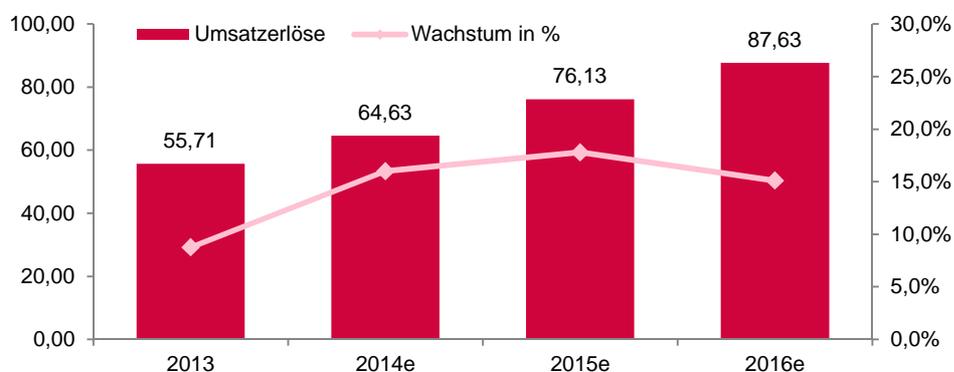
Neben dem Produktgeschäft dürfte die USU Software AG auch im Servicegeschäft eine Belebung der Umsätze verzeichnen. Im vierten Quartal 2013 konnte die Gesellschaft auch in diesem Bereich wieder eine positive Entwicklung vorweisen, was wir als Turn-Around bzw. Bodenbildung werten. Zwar ist derzeit noch nicht bekannt wann die ausgeführten Großprojekte wieder fortgesetzt werden, die USU Software AG konnte jedoch eine Reihe kleinerer Projektabschlüsse verzeichnen.

Ein weiterer strategischer Baustein ist das anorganische Wachstum. In den letzten Geschäftsjahren war hier die Gesellschaft mit der Übernahme der Aspera GmbH sowie der im abgelaufenen Geschäftsjahr übernommenen BIG Social Media GmbH sehr aktiv. Mittlerweile hat sich der Lizenzmanagementspezialist Aspera GmbH, nicht zuletzt durch die CA-Partnerschaft, zu einem Garant für das dynamische Wachstum im Produktbereich etabliert. Auch wenn sich die BIG Social Media GmbH zum Übernahmzeitpunkt in einer verhältnismäßig frühen Phase befand, so leistete die neue Tochtergesellschaft bereits erste Ergebnisbeiträge. Die Unternehmensplanung geht bei der BIG Social Media GmbH in den kommenden Geschäftsjahren von starken Umsatzwachstumsraten (Grundlage für die Berechnung des Goodwill) aus. Für 2014 rechnet die USU Software AG mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 45,2 %, für 2015 in Höhe von 37,4 % sowie für 2016 in Höhe von 35,9 %.

Umsatzprognosen

Angesichts der genannten Faktoren sind die von der USU Software AG für 2014 in Aussicht gestellten Umsatzerlöse in Höhe 63 - 65 Mio. € als realistisch einzustufen. Gegenüber dem abgelaufenen Geschäftsjahr würde dies, bei Erreichen der oberen Bandbreite, einem Umsatzwachstum in Höhe von über 16,0 %, oder knapp 9,5 Mio. € bedeuten. Auch für die Folgejahre hat die USU Software AG, über das kommunizierte Mittelfristziel bis 2017 (Umsatz: 100,0 Mio. €, bereinigte EBIT-Marge: 15,0 %), das Wachstumstempo vorgegeben. Die USU-Guidance haben wir für unsere Prognosen als Grundlage herangezogen:

Umsatzprognosen (in Mio. €)

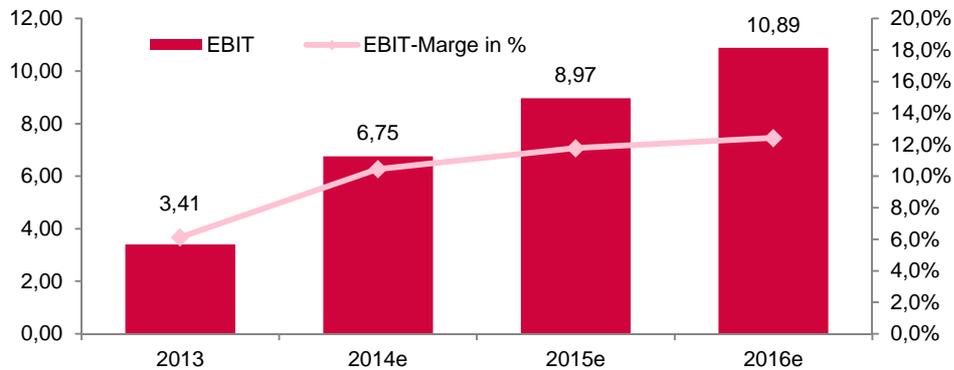


Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen

Da das prognostizierte Unternehmenswachstum primär aus dem Produktbereich stammen dürfte (CA-Deal, anorganisches Wachstum, Produktinnovationen), dürfte die USU Software AG eine sukzessive Rentabilitätsverbesserung realisieren. Folglich rechnen wir mit einer überproportionalen Entwicklung des operativen Ergebnisses (EBIT). Die so genannten PPA-Abschreibungen aus der BIG-Akquisition haben bereits im Geschäftsjahr 2013 zu einem Anstieg der Gesamtabschreibungen geführt, so dass wir für das laufende Geschäftsjahr 2014 nicht mit einem Anstieg dieser Erfolgsposition rechnen. Demnach rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 6,75 Mio. € (GJ 2014e), sowie in Höhe von 8,97 Mio. € (GJ 2015e) und in Höhe von 10,89 Mio. € (GJ 2016e). Gemäß diesen Prognosen wird sich die EBIT-Marge dauerhaft oberhalb 10,0 % bewegen:

EBIT-Prognose (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Auf Ebene des um akquisitorische Sondereffekte bereinigten EBIT gehen unsere Prognosen mit der Unternehmensguidance weitestgehend konform. Die bereinigte EBIT-Marge dürfte sukzessive auf über 14,0 % ansteigen und sich bis zum Geschäftsjahr 2017 den von der USU Software AG anvisierten 15,0 % annähern. Dass die Gesellschaft EBIT-Margen in solchen Größenordnungen erzielen kann, wurde bereits im vierten Quartal 2013 belegt. Mit dem besten Quartals-EBIT der Unternehmensgeschichte lag die EBIT-Marge bei 16,8 % (EBIT: 2,91 Mio. €) und damit bereits deutlich oberhalb der anvisierten Zielgröße.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014, 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 10,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der USU Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 % (bisher: 2,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,2571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,91 % (bisher: 8,91 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,91 % (bisher: 8,91 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,91 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2014 entspricht als Kursziel 13,25 €.** Damit haben wir das bisherige Kursziel von 10,90 € nach oben hin angepasst. Diese Anpassung erfolgt dabei hauptsächlich vor dem Hintergrund einer höheren Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells. Die höhere Basis wird dabei durch die konkreten Prognosen für das Geschäftsjahr 2016 repräsentiert. Hier haben wir das Mittelfristziel der Gesellschaft (Umsatz: 100,0 Mio. €; bereinigte E-BIT-Marge: 15,0 %), welches im Geschäftsjahr 2017 erreicht werden soll, berücksichtigt.

DCF-MODELL

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	14,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	64,63	76,13	87,63	90,26	92,96	95,75	98,63	101,58	
US Veränderung	16,0%	17,8%	15,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,47	1,80	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	
EBITDA	8,88	11,06	12,74	14,44	14,87	15,32	15,78	16,25	
EBITDA-Marge	13,7%	14,5%	14,5%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	6,75	8,97	10,89	12,63	13,01	13,40	13,80	14,22	
EBITA-Marge	10,5%	11,8%	12,4%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,68 10,0%	-0,90 10,0%	-1,09 10,0%	-1,26 10,0%	-1,30 10,0%	-1,34 10,0%	-2,76 20,0%	-2,84 20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	6,08	8,07	9,80	11,37	11,71	12,06	11,04	11,37	
Kapitalrendite	15,2%	19,5%	24,3%	27,9%	27,9%	27,9%	24,8%	24,8%	21,6%
Working Capital (WC)	-2,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
WC zu Umsatz	-3,9%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in WC	-2,88	-0,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	43,88	42,28	40,68	41,90	43,16	44,45	45,79	47,16	
AFA auf OAV	-2,13	-2,09	-1,85	-1,81	-1,86	-1,92	-1,98	-2,04	
AFA zu OAV	4,9%	4,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
Investitionen in OAV	-0,53	-0,49	-0,25	-3,03	-3,12	-3,22	-3,31	-3,41	
Investiertes Kapital	41,38	40,28	40,68	41,90	43,16	44,45	45,79	47,16	
EBITDA	8,88	11,06	12,74	14,44	14,87	15,32	15,78	16,25	
Steuern auf EBITA	-0,68	-0,90	-1,09	-1,26	-1,30	-1,34	-2,76	-2,84	
Investitionen gesamt	-3,41	-3,32	-2,25	-3,03	-3,12	-3,22	-3,31	-3,41	
Investitionen in OAV	-0,53	-0,49	-0,25	-3,03	-3,12	-3,22	-3,31	-3,41	
Investitionen in WC	-2,88	-0,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	-2,33	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,80	6,84	9,40	10,15	10,45	10,77	9,71	10,00	133,64

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	121,34	125,31
Barwert expliziter FCFs	47,83	45,25
Barwert des Continuing Value	73,51	80,06
Nettoschulden (Net debt)	-18,11	-22,28
Wert des Eigenkapitals	139,45	147,60
Fremde Gewinnanteile	0,05	0,05
Wert des Aktienkapitals	139,50	147,64
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,25	14,03

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,26
Eigenkapitalkosten	8,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
21,1%	14,02	13,52	13,08	12,67	12,30
21,3%	14,12	13,62	13,17	12,75	12,38
21,6%	14,22	13,71	13,25	12,84	12,45
21,8%	14,32	13,81	13,34	12,92	12,53
22,1%	14,42	13,90	13,43	13,00	12,61

ANHANG

§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 andere 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 §34b Abs. 1 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 Wert 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, Aktienrückkäufen, 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 §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:

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 §34b WpHG 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: (5)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst 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.

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikte vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@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), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst

Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC, bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG[®]
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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