



Researchstudie (Anno)

USU Software AG



**„Spagat zwischen starkem Umsatzanstieg und
Rentabilitätsverbesserung gelungen;
weitere Rekordwerte angepeilt;
Rating auf KAUFEN angehoben“**

Kursziel: 20,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 20

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

KAUFEN

Kursziel: 20,00

aktueller Kurs: 15,90
13.4.2016 / XETRA-
Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 167,33
EnterpriseValue³: 142,61
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 34,7 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Dero Bank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 21

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

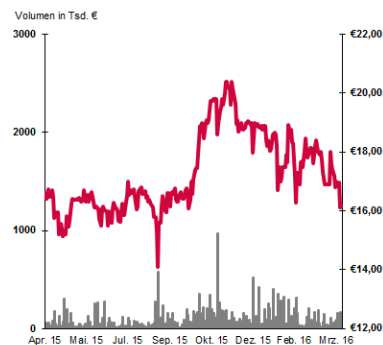
Mitarbeiter: 498 Stand: 30.12.2015

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,
Dr. Benjamin Strehl

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 700 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	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	66,09	74,02	85,13	97,89
EBITDA	9,88	10,92	13,53	15,44
EBIT	7,59	8,63	11,61	13,57
bereinigtes EBIT	8,79	10,17	12,78	14,69
Jahresüberschuss	8,38	7,75	10,43	12,23

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,80	0,74	0,99	1,16
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,45	0,50

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,16	1,93	1,68	1,46
EV/EBITDA	14,44	13,06	10,54	9,24
EV/EBIT	18,79	16,52	12,28	10,51
EV/bereinigtes EBIT	16,23	14,02	11,16	9,71
KGV	19,96	21,58	16,04	13,68
KBV	2,75			

Finanztermine

09.05.16: SCF - Frankfurt am Main
24.05.16: Q1-Bericht 2016
17.06.16: Hauptversammlung
18.08.16: HJ-Bericht 2016
17.11.16: 9M-Bericht 2016

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
23.11.2015: RS / 18,20 / HALTEN
25.8.2015: RS / 18,20 / KAUFEN
28.5.2015: RS / 18,20 / KAUFEN
26.3.2015: RS / 17,50 / KAUFEN
8.12.2014: RG / 13,45 / HALTEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Erwartungsgemäß hat der USU-Konzern im abgelaufenen Geschäftsjahr 2015 mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 12,2 % auf 66,09 Mio. € (VJ: 58,93 Mio. €) einen neuen Umsatzrekord erzielt. Damit konnte das Wachstumstempo, trotz der höheren Umsatzbasis, beschleunigt werden, was in erster Linie der sehr dynamischen Entwicklung bei den im Ausland erzielten Umsätzen zu verdanken ist.
- In 2015 steuerten die im Ausland operierenden Tochtergesellschaften, hier jedoch insbesondere der in den USA agierende Lizenzmanagementspezialist Aspera Technologies Inc., ein Umsatzwachstum in Höhe von 29,0 % auf 20,12 Mio. € (VJ: 15,60 Mio. €) bei. Es konnten dabei mehrere namhafte US-amerikanische Großkonzerne als Neukunden gewonnen werden. Mittlerweile sind die internationalen Umsätze für 30,5 % (VJ: 26,5 %) der Gesamtumsätze verantwortlich. Die inländischen Umsätze entwickelten sich, ausgehend von einer deutlich höheren Umsatzbasis, mit einem Anstieg in Höhe von 6,1 % auf 45,97 Mio. € (VJ: 43,34 Mio. €) weniger dynamisch.
- Der Anstieg des um Akquisitionseffekte bereinigten EBIT auf 8,79 Mio. € (VJ: 7,28 Mio. €) sowie der dazugehörige Ausbau der bereinigten EBIT-Marge auf 13,6 % (VJ: 12,3 %) ist eine Folge eines zunehmenden Anteils des margenstarken Produktgeschäftes. Darüber hinaus war die USU-Gruppe in der Lage, infolge des höheren Umsatzniveaus, von Skaleneffekten zu profitieren. Aufgrund weiterhin bestehender Verlustvorräte sowie der damit in Verbindung stehenden Bildung aktiver latenter Steuern, weist die USU-Gruppe für 2015 einen Steuerertrag in Höhe von 0,50 Mio. € (VJ: -1,08 Mio. €) aus. Hiervon profitierte das Nachsteuerergebnis, welches um 51,1 % auf 8,38 Mio. € (VJ: 5,54 Mio. €) zugelegt hat.
- Die künftige Entwicklung des USU-Konzerns basiert in erster Linie auf einer Fortführung der erfolgreichen Internationalisierungsstrategie. Neben dem ohnehin sehr wachstumsstarken US-amerikanischen Markt soll auch das europäische Ausland (z.B. UK; Frankreich) verstärkt adressiert werden. Auch die Umsätze der deutschen Gesellschaften dürften, ausgehend von einem höheren Umsatzniveau, von neuen Produktentwicklungen profitieren und ebenfalls leicht zulegen. Darüber hinaus sollen im Rahmen weiterer geplanter Unternehmensakquisitionen auch anorganische Umsatzeffekte zum Tragen kommen. Die USU-Gruppe verfügt mit einem umfangreichen Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von 23,11 Mio. € über eine ausreichende finanzielle Basis, um weitere M&A-Transaktionen vorzunehmen.
- Auch wenn wir aufgrund der fehlenden Sichtbarkeit kein anorganisches Wachstum prognostizieren, rechnen wir mit einer Fortsetzung des Wachstumstempos und erwarten damit Umsatzerlöse in Höhe von 74,02 Mio. € (2016e), 85,13 Mio. € (2017e) sowie 97,89 Mio. € (2018e). Gemäß Unternehmens-Guidance soll bis 2017 die 100,0 Mio. €-Umsatzmarke übertroffen werden, allerdings sind hier anorganische Effekte in Höhe von 15,0 Mio. € enthalten. Hinsichtlich des bereinigten EBIT erwarten wir, analog zur Unternehmensprognose, eine EBIT-Marge von 15,0 % (ab 2017).
- **Auf Basis dieser Prognosen errechnet sich in unserem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 20,00 € (bisher: 18,20 €). Das Kurspotenzial beträgt nunmehr 25,8 % und daher heben wir unser Rating auf KAUFEN (bisher: HALTEN) an.**

INHALTSVERZEICHNIS

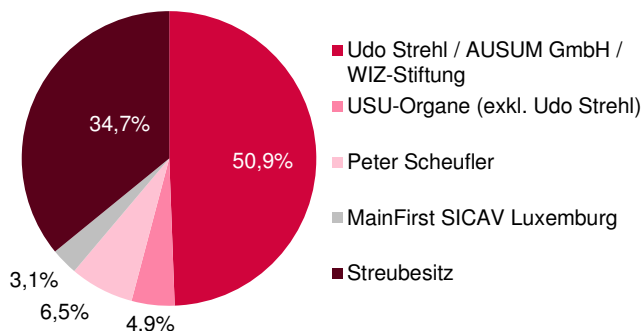
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte	4
Business- und IT-Servicemanagement	5
Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions	5
Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions	5
Software-Lizenzmanagement	5
Business Service Monitoring	6
Referenzkunden	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung & Prognose	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2015	10
Umsatzentwicklung 2015	10
Ergebnisentwicklung 2015	11
Vergleich operative Entwicklung zu den GBC-Prognosen	13
Bilanzielle und finanzielle Situation	14
Prognose und Modellannahmen	15
Unternehmensstrategie	15
Umsatz- und Ergebnisprognosen 2016 - 2018	16
Bewertung	18
Modellannahmen	18
Bestimmung der Kapitalkosten	18
Bewertungsergebnis	18
DCF-Modell	19
Anhang	20

UNTERNEHMEN

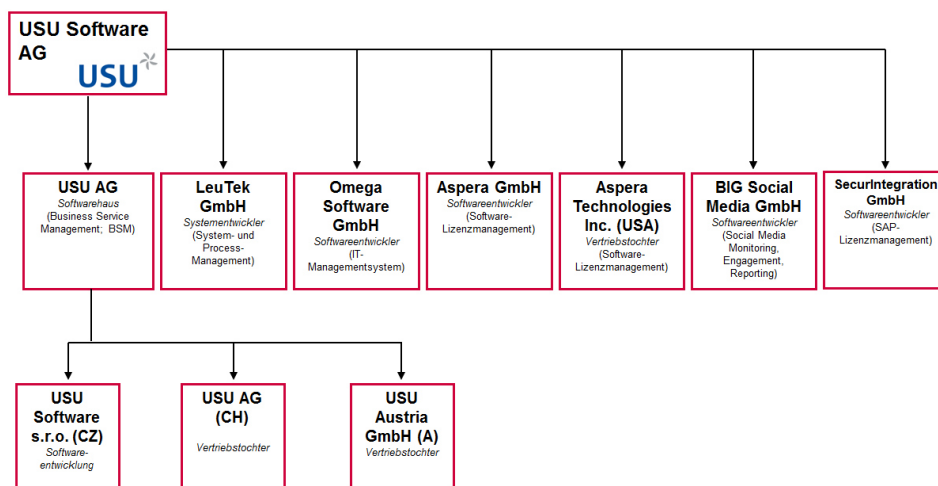
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	50,9%
USU-Organen (exkl. Udo Strehl)	4,9%
Peter Scheufler	6,5%
MainFirst SICAF Luxemburg	3,1%
Streubesitz	34,7%

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe (kurz: USU) umfasst derzeit zehn inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften. Hier findet sich ein wichtiger Baustein der Unternehmensstrategie wieder. So sollen beispielsweise die Konzernaktivitäten zielgerichtet durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe sukzessive ausgebaut werden. Mit den letzten drei Akquisitionen wurden der Lizenzmanagement-Spezialist Aspera GmbH (2010), die im Bereich des Social Media Management tätige BIG Social Media GmbH (2013) sowie der SAP-Lizenzmanagementspezialist SecurIntegration GmbH (2015) erworben und damit das Leistungsspektrum ausgebaut. Insbesondere die Aspera GmbH steuert einen wichtigen Beitrag zum konzernweiten Umsatz- und Ergebnswachstum bei.

Produkte

Das Leistungsspektrum der USU Software AG lässt sich in die Bereiche „Business- und IT-Servicemanagement“, „Wissens- und Lösungsdatenbanken“, „Maßgeschneiderte Anwenderlösungen“, „Software-Lizenzmanagement“ und „Business Service Monitoring“ untergliedern. 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.

Business- und IT-Servicemanagement

Das Kernprodukt im Business- und IT-Servicemanagement stellt die modular aufgebaute Produktsuite Valuemation dar. 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.

Wissens- und Lösungsdatenbanken - 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 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.

Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - 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 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 Informationsversorgung der Bürger bildet.

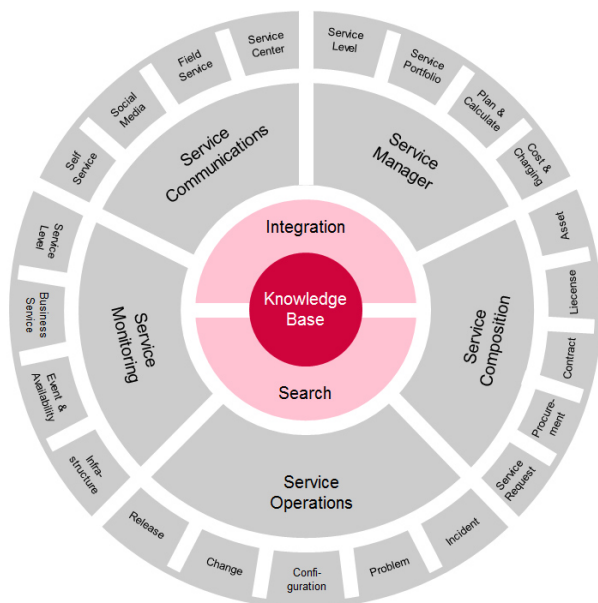
Software-Lizenzmanagement

Nutzer der Software SmartTrack (Software der Tochtergesellschaft Aspera GmbH) können 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 Monitoring

Über das ZIS-System der Tochtergesellschaft LeuTek GmbH können alle Bereiche und Ressourcen eines Rechenzentrums überwacht, gesteuert und bedient werden. Im Rahmen der Ausrichtung der USU-Gruppe auf den Wachstumsmarkt des wissensbasierten Service Management erfolgte die Anbindung der ZIS-Produkte von LeuTek an die Produktsuite Valuemation.

Die Knowledge Business Produktsuite der USU-Gruppe



Quelle: USU Software AG; GBC AG

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



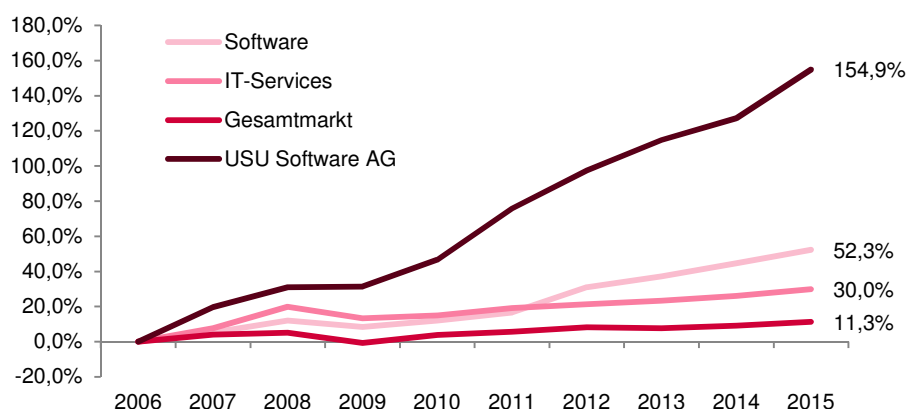
Bayer HealthCare

Quelle: USU Software AG; GBC AG

MARKT UND MARKTUMFELD

Als Softwareunternehmen sowie als Anbieter IT-bezogener Dienstleistungen ist die USU Software AG Bestandteil einer wachstumsstarken Branche. Innerhalb der ITK-Branche erweisen sich insbesondere die für die Gesellschaft relevanten Teilbereiche „Software“ und „IT-Services“ als besonders dynamisch. Während die ITK-Gesamtbranche im Zeitraum 2006 - 2015 jährlich um durchschnittlich 1,2 % gewachsen ist, sind die Teilbereiche „IT-Services“ mit einem CAGR von 3,0 % sowie „Software“ mit einem CAGR von 4,8 % jeweils signifikant stärker gewachsen und waren gleichzeitig die wachstumsstärksten Bereiche des ITK-Gesamtmarktes. Gemäß Prognosen sollte sich dieses Verhältnis im laufenden Jahr 2016, mit einem überdurchschnittlichen Wachstum der für die USU Software AG relevanten Teilsegmente, fortsetzen.

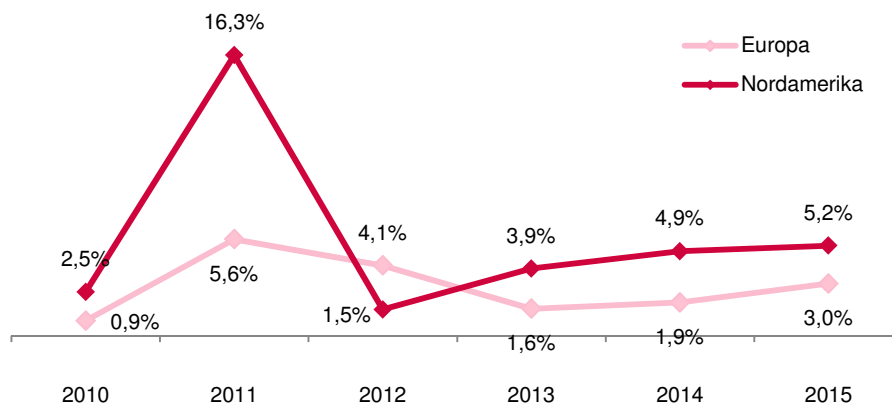
Umsatzwachstum USU Software AG vs. relevante Teilmärkte



Quelle: BITKOM; GBC AG

In diesem Kontext konnte die USU Software AG deutlich stärker wachsen. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr ist dies der Gesellschaft mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 12,1 % abermals gelungen. Im Vergleich dazu erhöhten sich im Jahr 2015 die Branchenumsätze um 5,2 % (Software) respektive um 3,0 % (IT-Services). Hierbei profitierte die Gesellschaft in besonderer Weise von einer sehr dynamischen Entwicklung im Lizenz- und Wartungsgeschäft, mit erneut signifikanten Wachstumsimpulsen des im Geschäftsjahr 2012 erworbenen Lizenzmanagementspezialisten Aspera Technologies. Der Bereich IT-Lizenzmanagement gilt dabei vor dem Hintergrund gesteigerter Lizenzanforderungen, einer zunehmenden Komplexität bei den Lizenzen sowie angekündigten schärferen Kontrollen durch die Softwarehersteller als besonders wachstumsstark.

Internationales Marktumfeld „Software“ und „IT-Services“



Quelle: Statista.com, IDATE; PAC; GBC AG; *Prognose

Ein weiterer ausschlaggebender Faktor für die vergleichsweise hohe Umsatzdynamik ist die erfolgreiche Umsetzung der Internationalisierungsstrategie, womit der USU Software AG ein Ausbau der Umsätze in den USA sowie innerhalb Europas gelungen ist. Positiv hervorzuheben sind an dieser Stelle die Marktvorgaben aus Nordamerika, mit einem für 2015 prognostizierten Umsatzwachstum in den Teilbereichen Software und IT-Services in Höhe von insgesamt 5,2 %. Europaweit wird für 2015 mit einem Anstieg der Umsätze in diesen beiden Teilbereichen in Höhe von insgesamt 3,0 % gerechnet. Die bis zum Jahr 2018 reichenden Prognosen erwarten eine Fortsetzung der Wachstumsdynamik, mit einem jährlichen Umsatzwachstum in Höhe von 5,1 % (Nordamerika) sowie 3,6 % (Europa). Bei einem prognostizierten BIP-Anstieg für die kommenden Geschäftsjahre von jeweils unter 2,0 %, wird die vergleichsweise hohe Wachstumsdynamik des USU-Branchenumfelds nochmals deutlich.

Hiervon ausgehend rechnen wir mit einer Fortsetzung der überproportionalen Entwicklung der USU-Umsätze, zumal die Gesellschaft mit den 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 sollte angesichts der immer stärker werdenden Verbindung zwischen Unternehmen und Social Media-Kanälen (künftig dürften Unternehmen neben Marketingaktivitäten auch bspw. Serviceaufgaben über die sozialen Medien generieren) stark wachsen.

UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	58,93	66,09	74,02	85,13	97,89
Herstellungskosten	-27,65	-31,00	-34,72	-39,88	-45,57
Bruttoergebnis vom Umsatz	31,28	35,09	39,31	45,24	52,32
Marketing- und Vertriebskosten	-8,57	-9,28	-10,29	-11,66	-13,51
Allgemeine und Verwaltungskosten	-6,45	-7,11	-7,96	-8,85	-10,33
Forschungs- und Entwicklungskosten	-9,64	-10,53	-11,25	-12,30	-13,95
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen	-1,26	-1,29	-1,44	-1,07	-1,02
sonstige betriebliche Erträge	1,51	0,95	0,51	0,45	0,25
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,19	-0,24	-0,25	-0,20	-0,20
EBIT	6,67	7,59	8,63	11,61	13,57
Zinserträge	0,50	0,35	0,06	0,06	0,12
Zinsaufwendungen	-0,57	-0,06	-0,08	-0,08	-0,10
Ergebnis vor Steuern	6,60	7,88	8,61	11,59	13,59
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-1,08	0,50	-0,86	-1,16	-1,36
Minderheitenanteile	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
Jahresüberschuss	5,55	8,38	7,75	10,43	12,23
EBITDA	8,89	9,88	10,92	13,53	15,44
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,9%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,9%</i>	<i>15,8%</i>
EBIT	6,67	7,59	8,63	11,61	13,57
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,9%</i>
bereinigtes EBIT	7,28	8,79	10,17	12,78	14,69
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,7%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,53	0,80	0,74	0,99	1,16
Dividende je Aktie in €	0,30	0,35	0,35	0,45	0,50

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 2015

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015
Umsatzerlöse	55,71	58,93	66,09
davon Produkt	42,00	45,74	52,51
davon Service	13,62	13,20	13,58
EBITDA	5,49	8,89	9,88
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>9,9%</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,9%</i>
EBIT	3,41	6,67	7,59
<i>EBIT-Marge</i>	<i>6,1%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,5%</i>
bereinigtes EBIT	5,08	7,28	8,79
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	<i>9,1%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,3%</i>
Jahresüberschuss	3,68	5,55	8,38
EPS in €	0,35	0,53	0,80

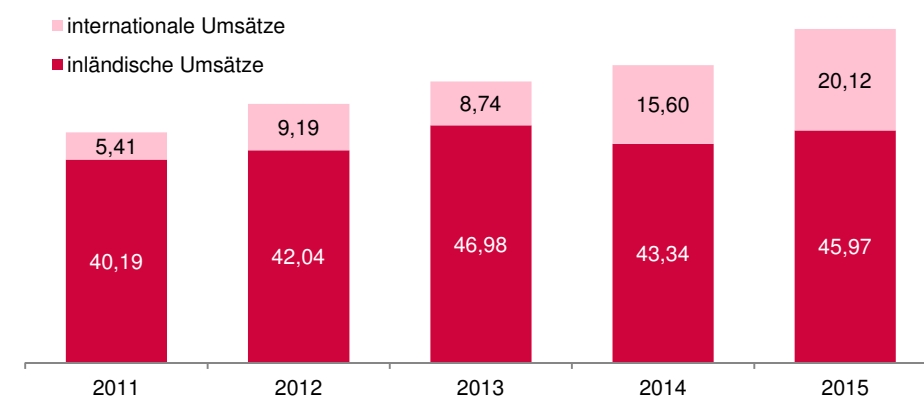
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2015

Bereits unterjährig hatte es sich bei der USU-Gruppe abgezeichnet, dass das Geschäftsjahr 2015 sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene erneut mit Rekordwerten aufwarten kann. Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 12,2 % auf 66,09 Mio. € (VJ: 58,93 Mio. €) wurde dabei der Wachstumskurs der vergangenen Geschäftsjahre fortgesetzt, wobei es bemerkenswert ist, dass trotz der erreichten höheren Umsatzbasis das Wachstumstempo nochmals beschleunigt wurde. In den vergangenen fünf Geschäftsjahren (GJ 11 - GJ 15) lag das durchschnittliche Umsatzwachstum bei 11,8 %.

Die erfolgreiche Internationalisierungsstrategie hat sich in den vergangenen Geschäftsjahren als wichtigster Impulsgeber für das Umsatzwachstum erwiesen. Auch in 2015 leisteten die im Ausland operierenden Tochtergesellschaften, hier jedoch vor allem der Lizenzmanagementspezialist Aspera Technologies Inc., einen maßgeblichen Beitrag zum Wachstum der USU-Gruppe. Der im vergangenen Geschäftsjahr erwirtschaftete Anstieg der margenstarken internationalen Umsätze in Höhe von 29,0 % stammt in erster Linie aus den USA und dem europäischen Ausland. Dabei war der USU-Konzern in der Lage, mehrere Großaufträge von Unternehmen und Organisationen der IT-, Telekommunikations- und Finanzbranche sowie des öffentlichen Dienstes zu gewinnen. Der Anteil der ausländischen Umsätze an den Gesamtumsätzen liegt mittlerweile bei 30,5 % (VJ: 26,5 %).

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)

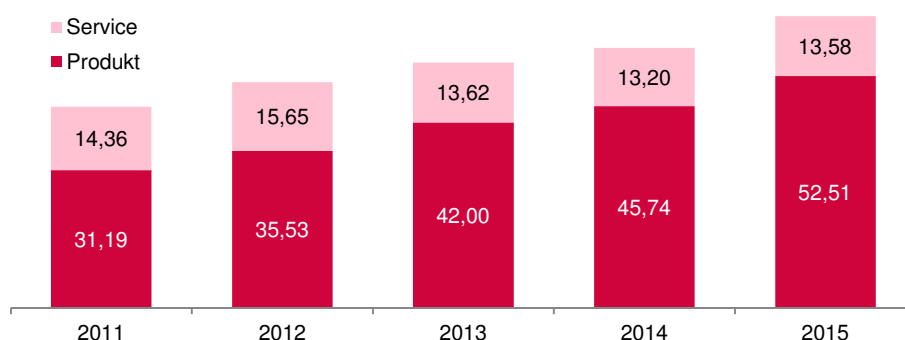


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die inländischen Umsätze entwickelten sich, ausgehend von einer höheren Umsatzbasis, mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 6,1 % weniger dynamisch. Ursächlich für die

geringere Wachstumsrate der inländischen Umsätze ist in erster Linie das ausschließlich in Deutschland stattfindende beratungsbezogene Servicegeschäft, welches gegenüber dem Vorjahr nur leicht um 2,9 % auf 13,58 Mio. € (VJ: 13,20 Mio. €) gewachsen ist. Hier konnte die Gesellschaft eine Auslastungsverbesserung bei den eigenen Beratern erreichen und somit hat sich der Boden bereits im vergangenen Geschäftsjahr ausgebildet.

Umstaufteilung nach Berichtssegmenten (in Mio. €)



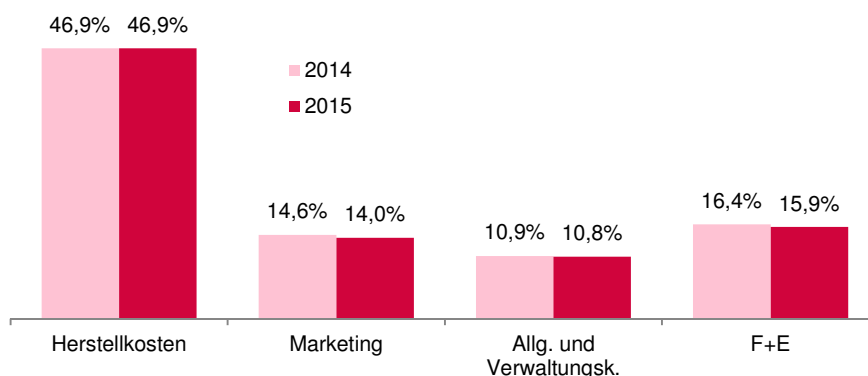
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die relative Umsatzstärke der ausländischen Umsätze, welche dem Produktgeschäft zugeordnet sind, spiegelt sich auch in der Segmentbetrachtung wider. Während, wie angesprochen, bereits leichte positive Tendenzen im Servicebereich sichtbar wurden, entwickelte sich das Produktgeschäft mit einem Umsatzplus in Höhe von 14,8 % auf 52,51 Mio. € (VJ: 45,74 Mio. €) deutlich dynamischer. Mittlerweile beträgt der Anteil des Produktgeschäftes an den Gesamtumsätzen 79,5 % (VJ: 77,6 %).

Ergebnisentwicklung 2015

Ein zunehmender Erlösanteil des margenstarken Produktgeschäftes geht in der Regel mit einer Rentabilitätsverbesserung einher. Folglich erhöhte sich in 2015 das EBIT überproportional um 13,7 % auf 7,59 Mio. € (VJ: 6,67 Mio. €) und gleichzeitig wurde das EBIT-Margenniveau weiter auf 11,5 % (VJ: 11,3 %) ausgebaut. In der Kostenanalyse zeigt sich, dass die Gesellschaft insbesondere bei den so genannten Overheadkosten (Marketing- und Vertriebskosten, Verwaltungskosten, F+E-Kosten) Einsparungen und damit Skaleneffekte erwirtschaften konnte. In Summe erhöhten sich diese um insgesamt 9,3 % auf 27,16 Mio. € (VJ: 24,86 Mio. €) und damit, im Vergleich zum 12,2 %igen Umsatzwachstum, nur unterproportional. Die Mehraufwendungen im Zusammenhang mit einem leichten Aufbau der Vertriebsmannschaft oder dem Personalaufbau in der Administration wurden durch das Umsatzwachstum somit überkompensiert.

Entwicklung der Kostenquoten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Deutlich stärker hingegen war der Personalaufbau im Beratungs- und Servicebereich, als Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum. Insgesamt beschäftigte die USU-Gruppe im Bereich Beratung und Services 243 Mitarbeiter (208 Mitarbeiter) und weist hier einen gegenüber dem Vorjahr um 16,8 % höheren Personalbestand auf. Demzufolge erhöhten sich die Herstellkosten des Umsatzes mit einem Anstieg in Höhe von 12,1 % auf 31,00 Mio. € (VJ: 27,65 Mio. €) proportional zur Umsatzentwicklung.

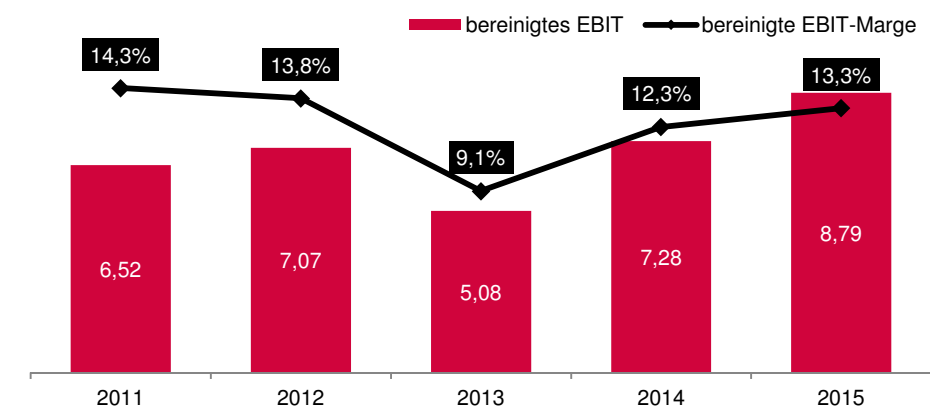
Die USU-Gruppe profitierte in 2015 von Skaleneffekten, was sich auch auf das bereinigte EBIT positiv ausgewirkt hat. Dieses verbesserte sich deutlich um 20,8 % auf 8,79 Mio. € (VJ: 7,28 Mio. €) und die entsprechende bereinigte EBIT-Marge kletterte auf 13,3 % (VJ: 12,3 %). Das bereinigte EBIT ist eine von der Gesellschaft aus Transparenzgründen dargestellte, um Akquisitionseffekte folgendermaßen bereinigte Ergebnisgröße:

	2014	2015
EBIT nach IFRS	6,67	7,59
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte*	1,26	1,29
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	-0,65	-0,09
Bereinigtes EBIT	7,28	8,79
Finanzergebnis	-0,08	0,29
Steuern vom Einkommen und Ertrag	1,08	0,50
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	-0,15	-0,79
Minderheitenanteile	0,00	0,00
Bereinigtes Konzernergebnis	5,96	8,79
Bereinigtes EPS	0,57	0,84

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

Das bereinigte EBIT liegt aufgrund der Nichtberücksichtigung der PPA-Abschreibungen typischerweise oberhalb des IFRS-EBIT.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aufgrund weiterhin bestehender Verlustvorträge sowie der damit in Verbindung stehenden Bildung aktiver latenter Steuern, weist die USU-Gruppe für 2015 einen Steuerertrag in Höhe von 0,50 Mio. € (VJ: -1,08 Mio. €) aus. Hiervon profitierte das Nachsteuerergebnis, welches um 51,1 % auf 8,38 Mio. € (VJ: 5,54 Mio. €) zugelegt hat. Der Steuerertrag ist dabei auf die Bildung aktiver latenter Steuern zurückzuführen. Für die kommenden Geschäftsjahre gehen wir von einer Normalisierung bei der Steuerquote aus, welche aufgrund weiterhin bestehender Verlustvorträge niedrig bleiben sollte.

Vergleich operative Entwicklung zu den GBC-Prognosen

in Mio. €	GBC-Prognosen 2015	Abweichung	GJ 2015 (as reported)
Umsatzerlöse	68,52	-3,5%	66,09
EBIT (bereinigt)	9,21	-4,6%	8,79
Jahresüberschuss	6,96	+20,4%	8,38

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Während wir bei der Umsatz und EBIT-Prognose ein jeweils leicht höheres Niveau prognostiziert hatten, lag der erzielte Jahresüberschuss, aufgrund des erwähnten Steuereffekts, deutlich oberhalb unserer Schätzungen. Die erreichten Werte liegen dabei innerhalb der zu Beginn des Geschäftsjahres 2015 von der Gesellschaft kommunizierten Unternehmens-Guidance. Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes 2014 wurden Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 64 - 68 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 8 - 9,5 Mio. € in Aussicht gestellt.

Bilanzielle und finanzielle Situation

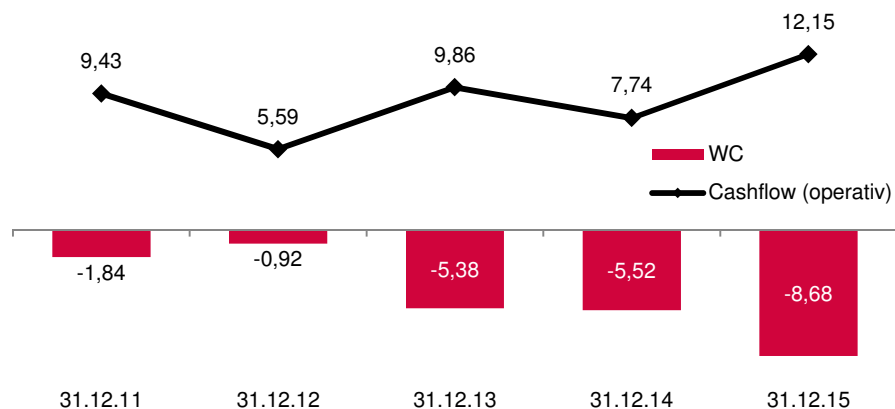
in Mio. €	31.12.2013	31.12.2014	31.12.2015
Eigenkapital	53,28	55,61	60,79
EK-Quote (in %)	65,4%	65,3%	68,2%
Operatives Anlagevermögen	45,48	44,18	45,09
Working Capital	-5,38	-5,52	-8,68
Net Debt	-16,04	-19,47	-24,71
Cashflow - operativ	9,86	7,74	12,15
Cashflow - Investition	-4,30	-1,10	-4,90
Cashflow - Finanzierung	-2,63	-2,63	-6,38

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ausgehend vom positiven Nachsteuerergebnis in Höhe von 8,38 Mio. € war die USU-Gruppe in der Lage, trotz einer Dividendenausschüttung in Höhe von 3,16 Mio. €, eine deutliche Ausweitung des Eigenkapitals auf 60,79 Mio. € (31.12.14: 55,61 Mio. €) zu erreichen. Bei einer leichten Bilanzverlängerung verbesserte sich die ohnehin schon üppige EK-Quote weiter auf 68,2 % (31.12.14: 65,3 %).

Während beim Fremdkapital, welches frei von Bankverbindlichkeiten ist, keine nennenswerten Veränderungen vorliegen, ist die Bilanzsummenverlängerung auf der Aktivseite vornehmlich auf einen Anstieg der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf 23,11 Mio. € (31.12.14: 18,92 Mio. €) zurückzuführen. Dies resultiert aus einem insgesamt deutlichen Anstieg des operativen Cashflows auf 12,15 Mio. € (VJ: 7,74 Mio. €), als eine Folge der positiven operativen Entwicklung einerseits, sowie des stichtagsbedingten Rückgangs beim Working Capital andererseits.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der deutliche Anstieg beim operativen Cashflow verschaffte der Gesellschaft einen ausreichenden Spielraum zur Begleichung der ersten Kaufpreiszahlung für den Erwerb der neuen Gesellschaft SecurIntegration GmbH (1,19 Mio. €; inkl. Darlehenstilgung bei der Zielgesellschaft) als auch für die finale Kaufpreiszahlung für den Erwerb der BIG Social Media GmbH (2,59 Mio. €). Der deutlich ausgeweitete Liquiditätsbestand stellt zum Bilanzstichtag 31.12.2015 insgesamt 25,9 % (31.12.14: 22,2 %) der Bilanzsumme dar und ist, neben dem aus den vergangenen Akquisitionen stammenden Goodwill in Höhe von 35,58 Mio. € (31.12.14: 34,56 Mio. €), das größte Asset der USU-Gruppe.

Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	66,09	74,02	85,13	97,89
EBIT	7,59	8,63	11,61	13,57
EBIT-Marge	11,5%	11,7%	13,6%	13,9%
bereinigtes EBIT	8,79	10,17	12,78	14,69
bereinigte EBIT-Marge	13,3%	13,7%	15,0%	15,0%
Jahresüberschuss	8,38	7,75	10,43	12,23
EPS in €	0,80	0,74	0,99	1,16

Quelle: GBC AG

Unternehmensstrategie

Der weitere Ausbau des **internationalen Geschäftes**, als wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie, hat auch im vergangenen Geschäftsjahr 2015 die größten Wachstumsimpulse beigesteuert. Insbesondere der in den USA operierende Lizenzmanagementspezialist Aspera Technologies Inc. profitiert von einer hohen Nachfrage nach einem auditfähigen Produkt. Einerseits können die Kunden durch den Einsatz von SmartTrack (Aspera-Produkt) Kosteneinsparungen erzielen, andererseits wird dabei eine vertragskonforme Lizenzierung ermöglicht. Aufgrund der hohen Nachfrage gehört der Bereich Software-Lizenzmanagement zu den wachstumsstärksten innerhalb der USU-Gruppe. Dabei war die Tochtergesellschaft in der Lage, mehrere große US-amerikanische Konzerne als Neukunden zu gewinnen.

Vor diesem Hintergrund sollten die internationalen Umsätze weiterhin den größten Wachstumsbeitrag für die kommenden Geschäftsjahre liefern. Neben den erwarteten Neukundengewinnen in den USA soll auch das europäische Geschäft forciert werden. Diesbezüglich ist es geplant, auch die hohe Nachfrage in Großbritannien und in Frankreich, welche bisher über Partnerschaften abgedeckt war, direkt zu bedienen. Darüber hinaus sollten aus der Partnerschaft mit CA Technologies, einem der weltweit größten IT-Unternehmen, ebenfalls Wachstumsimpulse generiert werden.

Auch das **anorganische Wachstum**, als zweiter wichtiger Strategiebaustein der Gesellschaft, wurde mit der Übernahme der SecurIntegration GmbH in 2015 weiter vorangetrieben. Zwar ist der Umsatzbeitrag dieser neuen Gesellschaft mit jährlich ca. 1,50 Mio. € noch vergleichsweise gering, auf Produktebene können jedoch hohe Synergien erzielt werden. Das SecurIntegration-Produkt SLC (Software-License-Compliance) wird für die SAP-Lizenzoptimierung verwendet und eignet sich daher sehr gut als Modulerweiterung für den USU-Bereich Lizenzoptimierung.

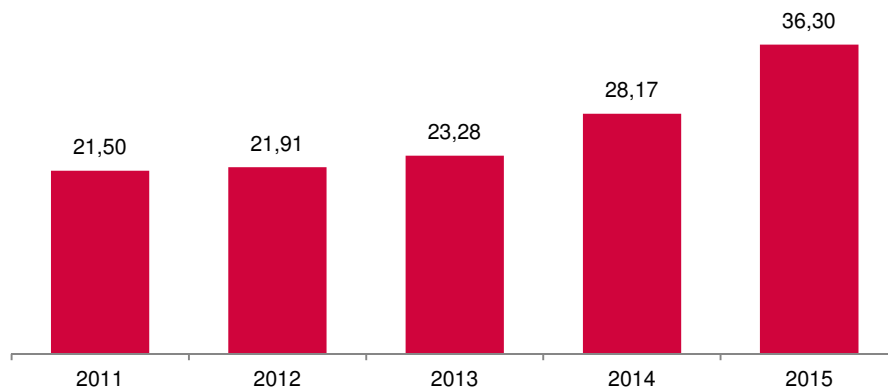
Weitere Unternehmensakquisitionen sollen zum Erreichen eines Zielumsatzes in Höhe von 100,0 Mio. € (bis Ende 2017) beitragen, wobei der anorganische Umsatzanteil, gemäß Unternehmensangaben, bei etwa 15,0 Mio. € liegen soll. Aufgrund der aktuell noch fehlenden Konkretisierung haben wir mögliches anorganisches Wachstum noch außen vor gelassen.

Auch im Inland dürfte das Produktgeschäft weiteres Wachstum, wenngleich mit einer geringeren Dynamik, generieren. Ein wichtiger Faktor ist die **Weiterentwicklung der USU-Produkte**, womit einerseits die bestehenden Kunden adressiert sowie andererseits neue Kundengruppen erschlossen werden. Das Servicegeschäft dürfte hingegen leichte Wachstumstendenzen aufzeigen. Dieses Segment wird aller Voraussicht nach auch im laufenden Geschäftsjahr 2016 von kleineren Aufträgen geprägt sein.

Strategiekonform liegt demnach der grundsätzliche Fokus der USU-Gruppe auf dem margenstarken Produktgeschäft. Hierfür findet sich mit einem Auftragsbestand in Höhe

von 36,30 Mio. € (VJ: 28,17 Mio. €) bereits eine aussagekräftige Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum:

Auftragsbestand (in Mio. €)

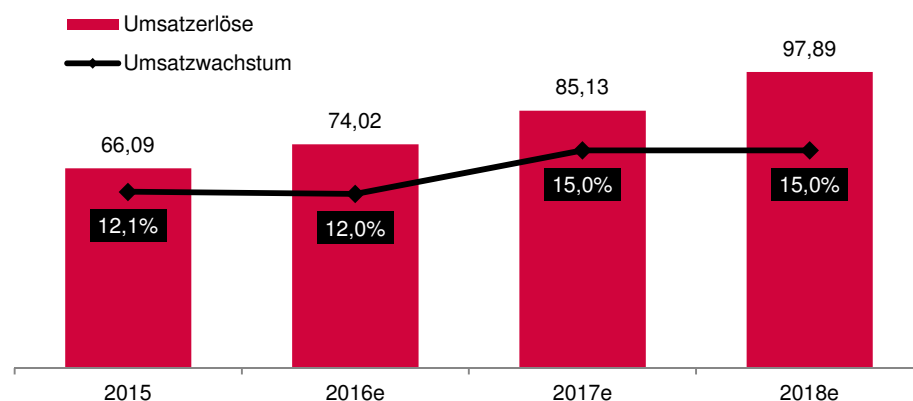


Quelle: GBC AG

Umsatz- und Ergebnisprognosen 2016 - 2018

Für das laufende Geschäftsjahr 2016 erwartet der USU-Vorstand konzernweite Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 71 - 75 Mio. €, was einem Umsatzwachstum in Höhe von 7,4 % - 13,5 % gleichkäme. Weiterhin gültig ist dabei die Prognose eines bis zum Ende 2017 zu erreichenden Umsatzniveaus von 100,0 Mio. €, wobei hierfür ein anorganisches Wachstum von rund 15,0 Mio. € als notwendig erachtet wird. Aufgrund der fehlenden Sichtbarkeit haben wir jedoch keine Unternehmensakquisitionen geplant, weswegen wir für das kommende Geschäftsjahr 2017 von einem Umsatzniveau in Höhe von 85,13 Mio. € und damit einem Umsatzwachstum von 15,0 % ausgehen. Bei einem gleichbleibenden Wachstumstempo rechnen wir für 2018 mit Umsatzerlösen in Höhe von 97,89 Mio. €:

Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €) und Umsatzwachstum (in %)

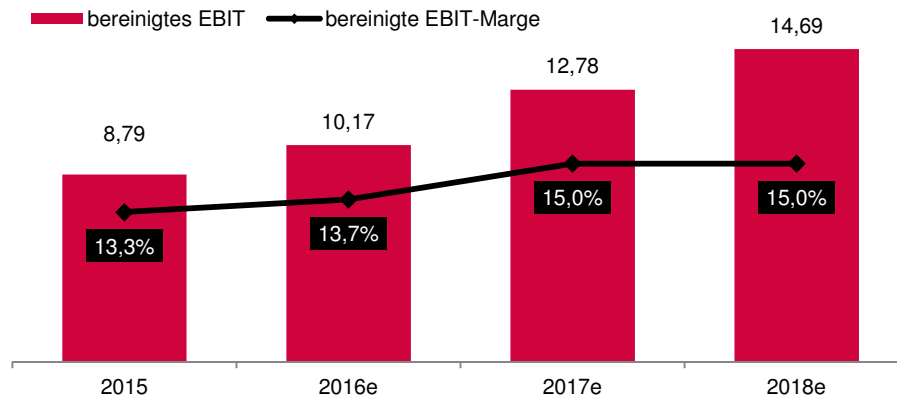


Quelle: GBC AG

Beim bereinigten EBIT wird bis zum kommenden Geschäftsjahr 2017 ein sukzessiver Anstieg der EBIT-Marge auf 15,0 % gerechnet. Zunächst erwartet der USU-Vorstand für 2016 noch eine bereinigte EBIT-Marge in einer Bandbreite von 12,7 % - 14,0 %. Die Fortsetzung der steigenden Margentendenz ist dabei eine Folge der weiterhin zunehmenden Bedeutung des margenstarken Produktgeschäftes, vor allem der dynamisch steigenden internationalen Umsätze, welche ausschließlich dem Produktgeschäft zugeordnet werden. Darüber hinaus hat die USU-Gruppe insbesondere durch den bereits vorgenommenen Personalausbau die Basis für höhere Umsatzniveaus gelegt. Für die

kommenden Geschäftsjahre rechnen wir daher mit einem moderateren Anstieg bei der Anzahl der Mitarbeiter, wodurch die Gesellschaft in der Lage sein sollte, von Skaleneffekten zu profitieren:

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



Quelle: GBC AG

Gemäß unseren Prognosen sollte sich das Nachsteuerergebnis im Geschäftsjahr 2016 auf 7,75 Mio. € (VJ: 8,38 Mio. €) reduzieren. Nachdem im Vorjahr Steuererträge im Zusammenhang mit der Bildung aktiver latenter Steuern ausgewiesen wurden, rechnen wir für 2016 sowie für die kommenden Geschäftsjahre wieder mit Steueraufwendungen in Höhe von 10,0 % vom Vorsteuerergebnis. Die vergleichsweise geringe Steuerquote basiert auf den nach wie vor vorhandenen Verlustvorträgen, welche erwartungsgemäß ab 2019 aufgebraucht sein sollten.

BEWERTUNG

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2016, 2017 und 2018 in Phase 1, erfolgt von 2019 bis 2023 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge bis zum Geschäftsjahr 2019 mit 20,0 % (ab 2019: 30,0%) 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.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,50 %.**

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 1,11.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,59 % (bisher: 7,59 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,59 % (bisher: 7,59 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,59 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als Kursziel 20,00 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 18,20 € nach oben hin angepasst. Diese Kurszielanhebung resultiert ausschließlich aus der erstmaligen Hereinnahme der 2018er Prognosen, als höhere Basis für die Stetigkeitsphase unseres DCF-Bewertungsmodells.

DCF-Modell

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	14,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	74,02	85,13	97,89	101,76	105,78	109,96	114,30	118,82	
<i>US Veränderung</i>	12,0%	15,0%	15,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,64	1,91	2,22	2,22	2,22	2,22	2,22	2,22	
EBITDA	10,92	13,53	15,44	16,28	16,92	17,59	18,29	19,01	
<i>EBITDA-Marge</i>	14,8%	15,9%	15,8%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	8,63	11,61	13,57	14,42	14,99	15,58	16,19	16,83	
<i>EBITA-Marge</i>	11,7%	13,6%	13,9%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Steuern auf EBITA	-0,86	-1,16	-1,36	-4,32	-4,50	-4,67	-4,86	-5,05	
<i>zu EBITA</i>	10,0%	10,0%	10,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	7,77	10,45	12,21	10,09	10,49	10,90	11,33	11,78	
Kapitalrendite	21,3%	25,5%	29,8%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,9%	22,7%
Working Capital (WC)	-4,00	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>WC zu Umsatz</i>	-5,4%	-4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-4,68	-0,50	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	45,00	44,50	44,00	45,74	47,54	49,42	51,37	53,40	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,29	-1,92	-1,87	-1,87	-1,94	-2,02	-2,10	-2,18	
<i>AFA zu OAV</i>	5,1%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,20	-1,42	-1,37	-3,60	-3,75	-3,89	-4,05	-4,21	
Investiertes Kapital	41,00	41,00	44,00	45,74	47,54	49,42	51,37	53,40	
EBITDA	10,92	13,53	15,44	16,28	16,92	17,59	18,29	19,01	
Steuern auf EBITA	-0,86	-1,16	-1,36	-4,32	-4,50	-4,67	-4,86	-5,05	
Investitionen gesamt	-6,88	-2,25	-4,87	-3,60	-3,75	-3,89	-4,05	-4,21	
<i>Investitionen in OAV</i>	-2,20	-1,42	-1,37	-3,60	-3,75	-3,89	-4,05	-4,21	
<i>Investitionen in WC</i>	-4,68	-0,50	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	-0,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,18	10,12	9,21	8,35	8,68	9,03	9,38	9,75	229,60

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	186,29	190,32
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	48,70	42,29
<i>Barwert des Continuing Value</i>	137,59	148,03
Nettoschulden (Net debt)	-24,19	-30,61
Wert des Eigenkapitals	210,49	220,92
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	210,49	220,92
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	20,00	20,99

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,5%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,11
Eigenkapitalkosten	7,6%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,6%

Kapitalrendite	WACC				
	5,6%	6,6%	7,6%	8,6%	9,6%
20,7%	30,67	22,96	18,68	15,97	14,12
21,7%	32,01	23,87	19,34	16,48	14,53
22,7%	33,35	24,77	20,00	16,99	14,93
23,7%	34,69	25,68	20,66	17,50	15,34
24,7%	36,03	26,58	21,33	18,01	15,74

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 anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §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 Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §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: (5a,6a,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem 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) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: klebl@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
Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 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