



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

**Dynamisches Wachstum im ersten Halbjahr 2016 „in line“;
Dynamisches Wachstum im internationalen Geschäft, auf Pro-
duktebene und durch Akquisitionen erwartet**

Kursziel: 23,50 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12**

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

HALTEN

Kursziel: 23,50

aktueller Kurs: 21,30
7.9.2016 / XETRA-Schlusskurs
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 224,16
EnterpriseValue³: 200,19
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 13

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

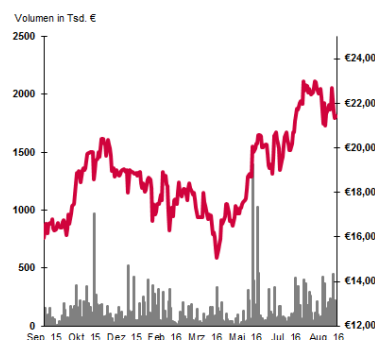
Mitarbeiter: 531 Stand: 30.06.2016

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

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

Die USU-Gruppe ist der größte europäische Anbieter für IT- und Knowledge-Management-Software. Neben der 1977 gegründeten USU AG gehören auch die Tochtergesellschaften Aspera GmbH, Aspera Technologies Inc., BIG Social Media GmbH, LeuTek GmbH und OMEGA Software GmbH zu der im Prime Standard der Deutschen Börse notierten USU Software AG. Der Kompetenzbereich IT Management unterstützt dabei Unternehmen mit umfassenden ITIL[®]-konformen Lösungen für das strategische und operative IT- & Enterprise Servicemanagement. Kunden erhalten mit USU-Lösungen eine Gesamtsicht auf ihre IT-Prozesse sowie ihre IT-Infrastruktur und sind in der Lage, Services transparent zu planen, zu verrechnen, zu überwachen und aktiv zu steuern. Im Bereich Software-Lizenzmanagement gehört USU dabei zu den führenden Herstellern weltweit. Mit intelligenten Lösungen und ihrer Expertise im Kompetenzfeld Digital Interaction treibt USU die Digitalisierung von Geschäftsprozessen voran. Durch Standard-Software und Beratungsleistungen werden Service-Abläufe automatisiert und Wissen aktiv für alle Kommunikations-Kanäle und Kundenkontaktpunkte in Vertrieb, Marketing und Kundenservice bereitgestellt. Das Portfolio in diesem Bereich wird durch Systemintegration, individuelle Anwendungen und Software für Industrial Big Data komplettiert.



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	3,03	2,70	2,35	2,04
EV/EBITDA	20,27	18,33	14,80	12,97
EV/EBIT	26,37	23,18	17,24	14,75
EV/bereinigtes EBIT	22,78	19,68	15,67	13,63
KGV	26,74	28,91	21,49	18,33
KBV	3,77			

Finanztermine

9-11.09.16: IR-Fahrt 2016
17.11.16: 9M-Bericht 2016
21-23.11.16: Equity Forum
07-08.12.16: 22. MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
30.05.2016: RS / 20,00 / KAUFEN
14.04.2016: RS / 20,00 / KAUFEN
23.11.2015: RS / 18,20 / HALTEN
25.8.2015: RS / 18,20 / KAUFEN
28.5.2015: RS / 18,20 / 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 einem erneut dynamischen Umsatzanstieg in Höhe von 13,7 % auf 34,03 Mio. € (1.HJ 2015: 29,93 Mio. €) liegt die USU Software AG nach sechs Monaten 2016 voll im Plan. Der erwartete neue Rekordwert bei den Halbjahresumsätzen entstammt dabei gleichermaßen dem Produktbereich (+14,0 %) sowie dem nun wieder auf Wachstumskurs eingeschwenkten Servicesegment (+14,3 %).
- Besonders stark legten dabei die Wartungserlöse um 22,5 % auf 9,38 Mio. € (1.HJ 15: 7,66 Mio. €) zu, während bei den Lizenzerlösen, mit einem Anstieg in Höhe von 3,4 % auf 5,43 Mio. € (1.HJ 15: 5,25 Mio. €), eine vergleichsweise geringere Wachstumsdynamik erreicht wurde. Diese Entwicklung ist jedoch zum Teil auf Stichtags-effekte im Auslandsgeschäft zurückzuführen. Gemäß Unternehmensangaben hatten sich größere Geschäftsabschlüsse ins dritte Quartal 2016 verschoben, was zu einem entsprechenden und temporären Rückgang der internationalen Umsätze auf 9,45 Mio. € (1.HJ 2015: 9,91 Mio. €) geführt hatte.
- Ausgehend vom Umsatzanstieg in Höhe von 13,7 % kletterte das EBIT unterproportional um 5,4 % auf 2,59 Mio. € (1.HJ 2015: 2,46 Mio. €), was einem Rückgang der EBIT-Marge auf 7,6 % (1.HJ 2015: 8,2 %) gleichkommt. Der Margenrückgang ist zum Teil einem Sondereffekt im Zusammenhang mit dem finalen earn-out der BIG Social Media GmbH geschuldet, welcher die Ergebnisentwicklung des Vorjahres um 0,22 Mio. € außerordentlich positiv beeinflusst hatte. Das um akquisitorische Effekte bereinigte EBIT kletterte dabei im Vergleich zum Umsatz leicht überproportional um 14,8 % auf 3,33 Mio. € (1.HJ 15: 2,90 Mio. €). Damit verbesserte sich die bereinigte EBIT-Marge leicht auf 9,8 % (1.HJ 15: 9,7 %).
- Angesichts der im Rahmen der Erwartungen gebliebenen hohen Wachstumsdynamik bei den Umsätzen und beim operativen Ergebnis hat die USU Software AG die mit dem Geschäftsbericht 2015 veröffentlichte Umsatz- und Ergebnisprognose bestätigt. Weiterhin werden für das Gesamtjahr 2016 konzernweite Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 71 - 75 Mio. € sowie ein Anstieg des bereinigten EBIT auf 9 -10,5 Mio. € erwartet. Für 2017 werden unter der Voraussetzung eines anorganischen Umsatzbeitrages in Höhe von 15,0 Mio. € unverändert Umsatzerlöse in Höhe von 100,0 Mio. € und eine bereinigte EBIT-Marge von 15,0 % in Aussicht gestellt.
- Auch wir bestätigen unsere bisherigen Schätzungen (siehe Researchstudie vom 30.05.2016), welche innerhalb der von der USU Software AG kommunizierten Prognosebandbreite liegen. Im Rahmen des DCF-Modells haben wir einen fairen Wert von 23,50 € (bisher: 20,00 €) je Aktie ermittelt. Die Kurszielanhebung resultiert vor allem aus einem so genannten Roll-Over-Effekt mit dem Geschäftsjahresende 2017 (bisher: 2016) als neue Kurszielbasis. Darüber hinaus haben wir eine Anpassung des risikolosen Zinssatzes auf 1,0 % (bisher: 1,5 %) vorgenommen. Ausgehend vom aktuellen Aktienkurs vergeben wir das Rating HALTEN.

INHALTSVERZEICHNIS

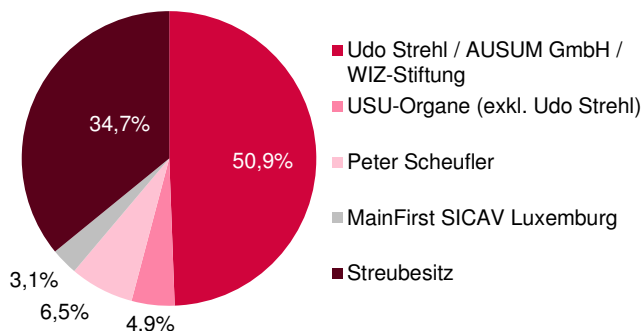
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung 1.HJ 2016	5
Umsatzentwicklung 1.HJ 2016	5
Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016	8
Prognose 2016 - 2018	9
Bewertung	10
Modellannahmen	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
DCF-Modell	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

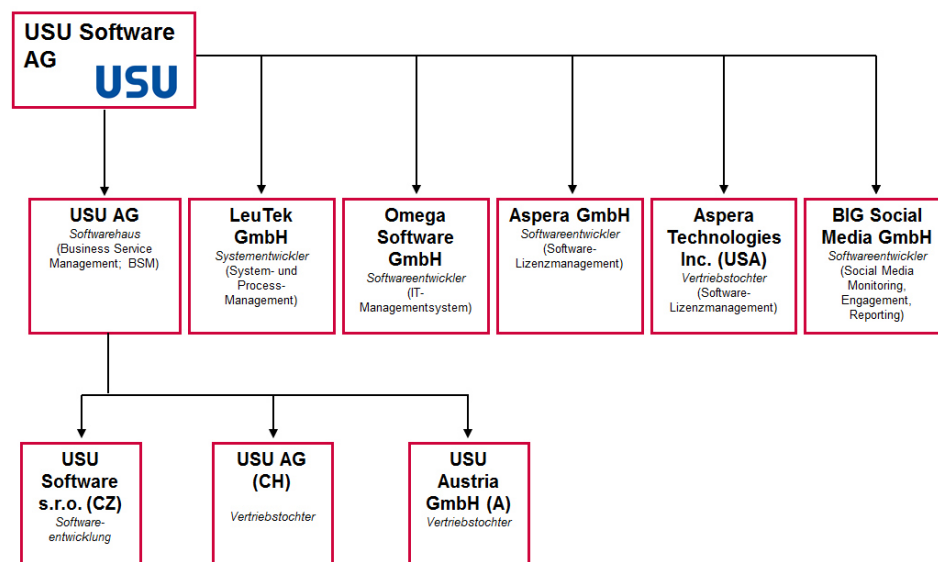
Aktionärsstruktur

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 umfasst derzeit neun 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 (mit der Aspera GmbH im Juli 2016 verschmolzen). Insbesondere die Aspera GmbH steuert einen wichtigen Beitrag zum konzernweiten Umsatz- und Ergebniswachstum bei.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 1.HJ 2016

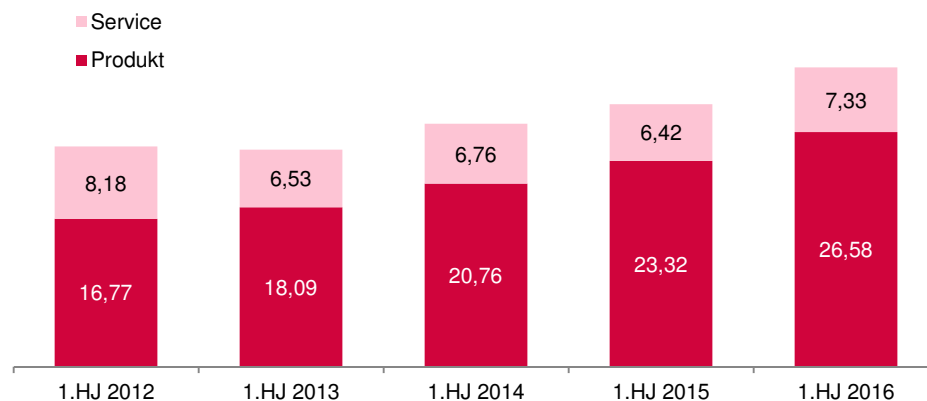
GuV in Mio. €	Q2 2015	Q2 2016	Δ Q2/Q2	1.HJ 2015	1.HJ 2016	Δ 1.HJ/1.HJ
Umsatzerlöse	15,86	17,07	+7,7%	29,93	34,03	+13,7%
davon Produkt	12,65	13,13	+3,8%	23,32	26,58	+14,0%
davon Service	3,07	3,86	+25,9%	6,42	7,33	+14,3%
EBITDA	2,25	2,25	-0,2%	3,54	3,90	+10,0%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,1%</i>		<i>11,8%</i>	<i>11,4%</i>	
EBIT	1,72	1,58	-7,9%	2,46	2,59	+5,4%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>10,8%</i>	<i>9,3%</i>		<i>8,2%</i>	<i>7,6%</i>	
bereinigtes EBIT	1,82	1,96	+7,6%	2,90	3,33	+14,8%
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,5%</i>		<i>9,7%</i>	<i>9,8%</i>	
Periodenergebnis	1,44	1,38	-4,7%	2,37	2,26	-4,8%

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 1.HJ 2016

Mit einem Anstieg der Halbjahresumsätze um 13,7 % auf 34,03 Mio. € (1.HJ 2015: 29,93 Mio. €) hat die USU Software AG den Rekordwert des Vorjahres übertroffen und damit den eingeschlagenen Wachstumskurs planmäßig fortgesetzt. Beide Geschäftsbereiche haben dabei gleichermaßen zu diesem Umsatzwachstum beigetragen, mit einem Umsatzanstieg im Produktbereich in Höhe von 14,0 % sowie in Höhe von 14,3 % bei den Serviceumsätzen:

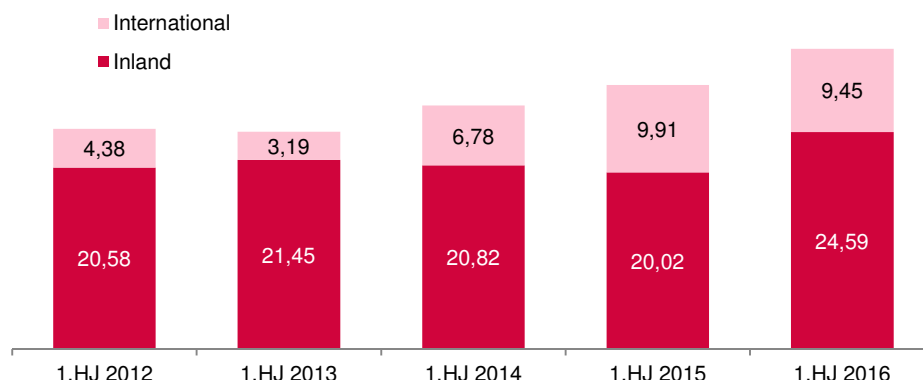
Umsatzaufteilung nach Berichtssegmenten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Neben der hohen Auslastungsquote im Servicegeschäft profitierte das Produktgeschäft vor allem vom Ausbau des Beratungs- und Wartungsgeschäftes, welches unter anderem die Umsätze des neuen Betriebsmodells SaaS (Software-as-a-Service) enthält, das von den Kunden gut angenommen wird. Die Lizenzumsätze weisen mit einem Anstieg in Höhe von 3,4 % auf 5,43 Mio. € (1.HJ 15: 5,25 Mio. €) zwar eine vergleichsweise geringe Wachstumsdynamik auf, dies ist zum Teil auf Stichtageffekte im Auslandsgeschäft zurückzuführen. Gemäß Unternehmensangaben hatten sich größere Geschäftsabschlüsse ins dritte Quartal 2016 verschoben, was zu einem entsprechenden und temporären Rückgang der internationalen Umsätze auf 9,45 Mio. € (1.HJ 2015: 9,91 Mio. €) geführt hatte. Der Anteil der internationalen Umsätze verringerte sich analog dazu auf 27,8 % (1.HJ 2015: 33,1 %):

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



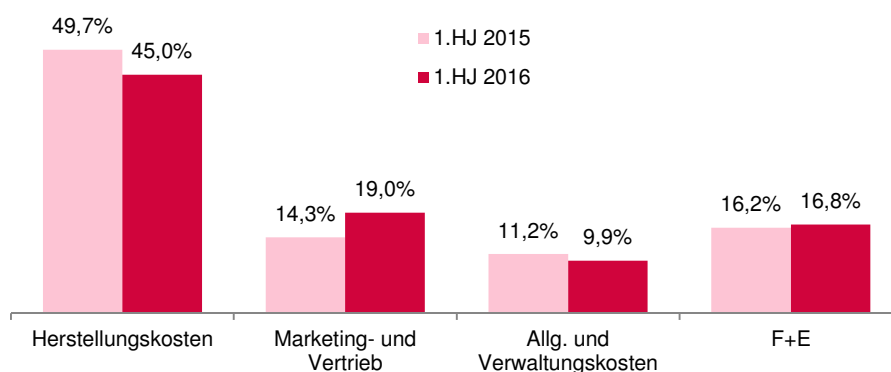
Quelle: USU Software AG; GBC AG

In der isolierten Betrachtung des zweiten Quartals wird dieser Stichtageffekt bei den im Ausland erzielten Umsätzen deutlicher sichtbar. Die internationalen Umsätze lagen im zweiten Quartal 2016 mit 4,73 Mio. € um 17,1 % niedriger als im Vorjahr (Q2 2015: 5,71 Mio. €). Die in Deutschland abgerechneten Umsätze kompensierten diesen Rückgang und kletterten im Q2 2016 um 21,6 % auf 12,34 Mio. € (Q2 2015: 10,15 Mio. €), so dass auf Quartalsbasis ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,7 % erreicht wurde.

Ergebnisentwicklung 1.HJ 2016

Ausgehend vom Umsatzanstieg in Höhe von 13,7 % kletterte das EBIT unterproportional um 5,4 % auf 2,59 Mio. € (1.HJ 2015: 2,46 Mio. €), was einem Rückgang der EBIT-Marge auf 7,6 % (1.HJ 2015: 8,2 %) gleichkommt. Der Margenrückgang ist zum Teil einem Sondereffekt im Zusammenhang mit dem finalen earn-out der BIG Social Media GmbH geschuldet, welcher die Ergebnisentwicklung des Vorjahres um 0,22 Mio. € außerordentlich positiv beeinflusst hatte. Bereinigt um diesen Effekt hätte die USU Software AG einen EBIT-Anstieg in Höhe von 16,0 % erreicht und folglich die steigende Margentendenz fortgesetzt.

Entwicklung der auf den Umsatz bezogenen Kostenquoten (in %)



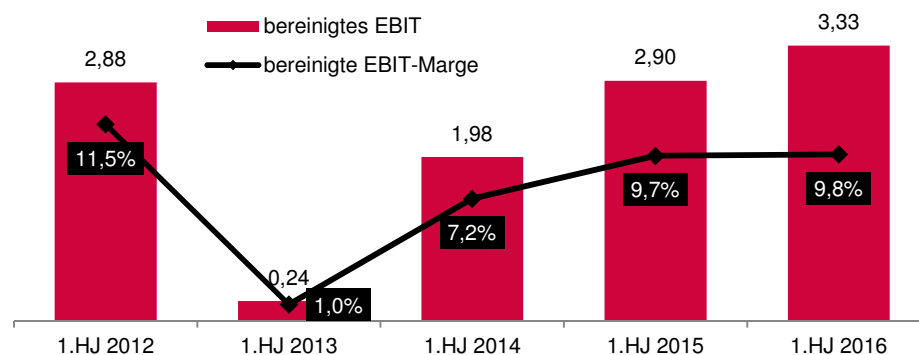
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die leicht positive EBIT-Margenentwicklung resultiert insbesondere aus einem nur unterproportionalen Anstieg bei den Herstellungskosten des Umsatzes (geringerer Einsatz freier Mitarbeiter, geringerer Zukauf externer Softwarekomponenten, höherer Anteil margenstarker Wartungserlöse), denen jedoch im Bereich Marketing- und Vertrieb höhere Kostenquoten gegenüberstehen. Hier handelt es sich um Mehraufwendungen aus Partnerprovisionen im Zusammenhang mit dem Ausbau des internationalen Geschäftes

sowie um etwas höhere Kosten für die im ersten Halbjahr 2016 ausgerichtete USU World. Besondere volumenbedingte Skaleneffekte machen sich erneut bei den Allgemeinen Kosten und den Verwaltungskosten bemerkbar. Auf Grundlage des höheren Umsatzniveaus kam es hier erneut zu einer Reduktion der Kostenquote auf 9,9 %, welche damit deutlich unterhalb der Vorjahreswerte lag.

In den operativen Kosten sind Aufwendungen im Zusammenhang mit den in der Vergangenheit getätigten Unternehmensakquisitionen enthalten. Um ein realistisches Bild der operativen Entwicklung zu ermöglichen, veröffentlicht die USU-Gruppe ein um akquisitorische Effekte (PPA-Abschreibungen, Stay-Out-Bonus, Kaufpreisanpassungen etc.) bereinigtes EBIT. Dieses kletterte im Vergleich zum Umsatzanstieg leicht überproportional um 14,8 % auf 3,33 Mio. € (1.HJ 15: 2,90 Mio. €) und damit verbesserte sich die bereinigte EBIT-Marge leicht auf 9,8 % (1.HJ 15: 9,7 %):

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Erwähnenswert ist der Rückgang des Finanzergebnisses von 0,22 Mio. € (1.HJ 2015) auf -0,04 Mio. € (1.HJ 2016), was zu einer leicht rückläufigen Entwicklung beim Periodenergebnis auf 2,26 Mio. € (1.HJ 2015: 2,37 Mio. €) geführt hat. Hierfür sind in erster Linie negative Wechselkurseffekte verantwortlich.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.06.2016

in Mio. €	30.06.2015	31.12.2015	30.06.2016
Eigenkapital (<i>EK-Quote in %</i>)	54,80 (65,8%)	60,79 (68,2%)	59,38 (68,2%)
Operatives Anlagevermögen	43,55	45,09	44,55
Working Capital	-8,87	-8,68	-9,00
Net Debt	-20,12	-24,71	-23,97
Cashflow - operativ	6,27	12,15	3,45
Cashflow - Investition	-0,44	-4,90	-0,74
Cashflow - Finanzierung	-5,75	-6,38	-3,88

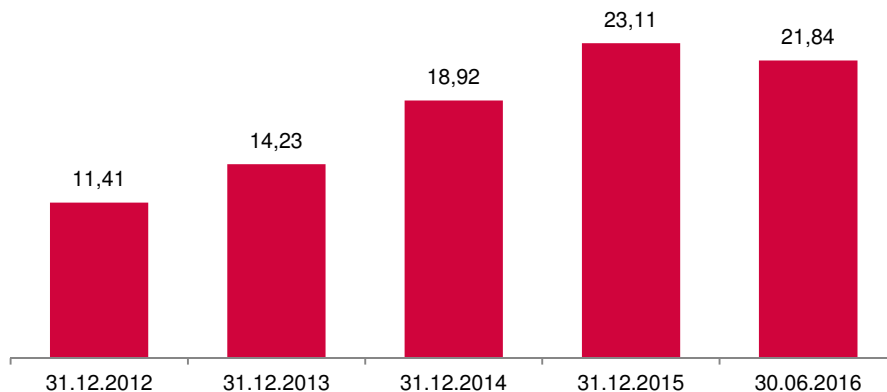
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Auszahlung der Dividenden, welche bei der USU Software AG in der Regel im Juni erfolgt, geht typischerweise mit einem Rückgang des Eigenkapitals sowie des Liquiditätsbestandes einher. Auch zum Bilanzstichtag 30.06.2016 steht dem Nachsteuerergebnis in Höhe von 2,26 Mio. € eine für das Geschäftsjahr 2015 erfolgte Dividendenausschüttung in Höhe von 3,68 Mio. € gegenüber, was zu einer marginalen Reduktion des Eigenkapitals auf 59,38 Mio. € (31.12.2015: 60,79 Mio. €) geführt hat. Ausgehend von der dadurch ebenfalls reduzierten Bilanzsumme entwickelte sich jedoch die EK-Quote mit 68,2 % konstant und liegt damit weiterhin in einem sehr komfortablen Bereich. Nach wie vor greift die USU-Gruppe AG nicht auf Bankkredite zurück. Der überwiegende Teil des Fremdkapitals ist dabei dem Working Capital zuzurechnen.

Grundsätzlich unterliegt dabei das Working Capital (Nettoumlaufvermögen) stichtagsbedingten Veränderungen, die in der Regel liquiditätswirksam sind. In den ersten sechs Monaten 2016 entwickelte sich das Working Capital um 0,34 Mio. € leicht rückläufig. In der entsprechenden Vorjahresperiode hatte sich der Working Capital aber um 3,05 Mio. € deutlich stärker reduziert. Dementsprechend liegt der operative Cashflow mit 3,45 Mio. € deutlich unterhalb des Vorjahreswertes (1.HJ 2016: 6,27 Mio. €) und ist, wie erwähnt, ausschließlich auf Stichtageffekte zurückzuführen.

Der operative Cashflow reichte unter Berücksichtigung der für die USU-Gruppe typischen niedrigen Investitionen annähernd aus, um die zum Ende des Halbjahres erfolgte Dividendenzahlung in Höhe von 3,88 Mio. € abzudecken. Demzufolge gibt es bei der kurzfristigen Liquidität (inkl. Wertpapiere) nur einen leichten Rückgang auf 21,84 Mio. € (31.12.15: 23,11 Mio. €). Der nach wie vor üppige Finanzmittelbestand bietet ein umfangreiches Polster für die mögliche Nutzung von Akquisitions-Opportunitäten, als wichtiger strategischer Baustein der künftigen Unternehmensentwicklung:

Entwicklung der kurzfristigen Liquidität inkl. Wertpapiere (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

PROGNOSE 2016 - 2018

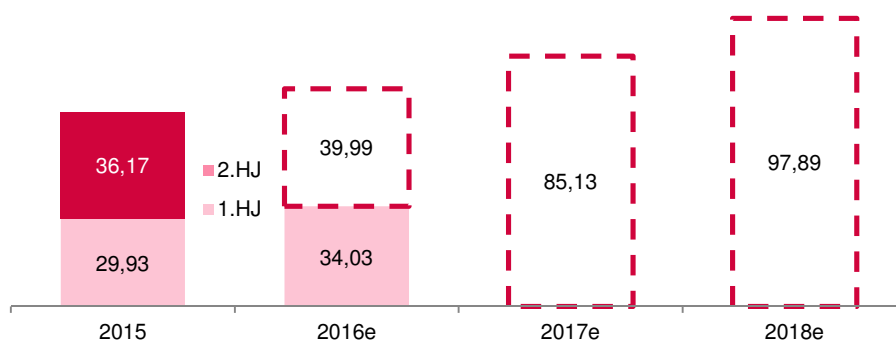
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	66,09	74,02	85,13	97,89
EBIT	7,59	8,63	11,61	13,57
EBIT-Marge	11,5%	11,7%	13,6%	13,9%
bereinigtes EBIT	8,79	10,17	12,78	14,69
bereinigte EBIT-Marge	13,3%	13,7%	15,0%	15,0%
Jahresüberschuss	8,38	7,75	10,43	12,23
EPS in €	0,80	0,74	0,99	1,16

Quelle: GBC AG

Angesichts der im Rahmen der Erwartungen gebliebenen hohen Wachstumsdynamik bei den Umsätzen und beim operativen Ergebnis, hat die USU Software AG die mit dem Geschäftsbericht 2015 veröffentlichte Umsatz- und Ergebnisprognose bestätigt. Weiterhin werden für das Gesamtjahr 2016 konzernweite Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 71 - 75 Mio. € sowie ein Anstieg des bereinigten EBIT auf 9 -10,5 Mio. € erwartet. Gemäß ebenfalls unveränderter mittelfristiger Prognosen wird für 2017 ein Umsatzwachstum auf 100,0 Mio. € sowie ein Anstieg der bereinigten EBIT-Marge auf 15,0 % in Aussicht gestellt. Allerdings berücksichtigen die 2017er Unternehmensprognosen ein anorganisches Wachstum in Höhe von rund 15 Mio. €.

Auch wir bestätigen unsere Schätzungen (siehe Researchstudie vom 30.05.2016), welche innerhalb der von der USU Software AG kommunizierten Prognosebandbreite liegen. Ausgehend vom erwarteten Umsatzwachstum auf 74,02 Mio. € müsste demnach die Gesellschaft im zweiten Halbjahr 2016 noch Umsätze in Höhe von etwa 40,0 Mio. € erzielen. Damit wiederholt sich die für die USU Software AG typische unterjährige Verteilung, mit den deutlich größeren Umsatz- und folglich Ergebnisbestandteilen zum Geschäftsjahresende hin. Zudem kam es im Auslandsgeschäft zu Verschiebungen von Geschäftsabschlüssen ins dritte Quartal 2016, was für entsprechende Nachholeffekte im zweiten Halbjahr sorgen dürfte:

Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Aufgrund der noch fehlenden Konkretisierung des anorganischen Wachstumsbestandteils für das kommende Geschäftsjahr, rechnen wir für 2017 unverändert mit Umsätzen in Höhe von 85,13 Mio. €. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung des Produktgeschäftes (Steigerung des internationalen Geschäftes) sowie der erwarteten Realisierung von Skaleneffekten erwarten wir, analog zur Unternehmensguidance, eine bereinigte EBIT-Marge in Höhe von 15,0%. Diese bildet die Basis für unser DCF-Bewertungsmodell.

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 3,0 %.

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 1,00 % (bisher: 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 7,09 % (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 7,09 % (bisher: 7,59 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows ergibt als Ergebnis einen fairen Wert von 23,50 € je Aktie (bisher: 20,00 €). Die Anhebung des Kursziels ist, vor dem Hintergrund der unveränderten Prognosen, auf die marktinduzierte Reduktion des risikolosen Zinssatzes einerseits sowie auf einen Roll-Over-Effekt andererseits, zurückzuführen. Der Zeithorizont des neuen Kursziels ist das Geschäftsjahresende 2017 (bisher: Geschäftsjahresende 2016).

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	-1,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final End- wert
	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 zu EBITA	-0,86	-1,16	-1,36	-4,32	-4,50	-4,67	-4,86	-5,05	
	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%	23,9%	23,9%	23,9%	23,9%	23,7%
Working Capital (WC)	-4,00	-3,50	0,00	-1,88	-1,96	-2,03	-2,11	-2,20	
<i>WC zu Umsatz</i>	-5,4%	-4,1%	0,0%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	-1,9%	
<i>Investitionen in WC</i>	-4,68	-0,50	-3,50	1,88	0,07	0,08	0,08	0,08	
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	43,86	45,59	47,39	49,26	51,21	
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	-1,72	-3,67	-3,82	-3,97	-4,12	
<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	1,88	0,07	0,08	0,08	0,08	
<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	10,24	8,76	9,10	9,46	9,84	259,28

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	211,83	216,73
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	51,30	44,82
<i>Barwert des Continuing Value</i>	160,53	171,91
Nettoschulden (Net debt)	-24,19	-30,61
Wert des Eigenkapitals	236,02	247,34
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	236,02	247,34
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	22,43	23,50

Kapitalkostenermittlung:

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

Kapitalrendite	WACC				
	5,1%	6,1%	7,1%	8,1%	9,1%
21,7%	39,51	27,83	21,92	18,38	16,04
22,7%	41,24	28,94	22,71	18,98	16,51
23,7%	42,97	30,04	23,50	19,58	16,98
24,7%	44,70	31,15	24,29	20,18	17,46
25,7%	46,43	32,25	25,08	20,78	17,93

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:

Jörg Grunwald, Vorstand

§ 3 Urheberrechte

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

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

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

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