

Researchstudie (Anno)

USU Software AG



Neue Rekordwerte bei Umsatz und Ergebnis erreicht, Grundlage für weiteres Wachstum gelegt, Kursziel und Rating unverändert

Kursziel: 24,00 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 19

Fertigstellung: 03.04.2017 Erstveröffentlichung: 03.04.2017



USU Software AG*5a,6a,11

KAUFEN Kursziel: 24,00

aktueller Kurs: 21,30 31.3.2017 / XETRA-Schlusskurs Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28 WKN: A0BVU2 Börsenkürzel: OSP2 Aktienanzahl³: 10,524 Marketcap³: 224,16 EnterpriseValue³: 199,98 ³ in Mio. / in Mio. EUR Freefloat: 34,6 %

Transparenzlevel: Prime Standard Marktsegment: Regulierter Markt Rechnungslegung: IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor: Dero Bank AG LBBW

Analysten:

Cosmin Filker filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 20

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/

Knowledge Business

Mitarbeiter: 544 Stand: 31.12.2016

Gründung: 1977
Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,

Dr. Benjamin Strehl



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen für das strategische und operative IT- & Enterprise Servicemanagement. Kunden erhalten eine Gesamtsicht auf ihre IT-Prozesse sowie ihre IT-Infrastruktur und sind in der Lage, Services transparent zu planen, zu verrechnen, zu überwachen und zu steuern. Im Bereich Software-Lizenzmanagement gehört USU dabei zu den führenden Herstellern weltweit. Im Kompetenzfeld Digital Interaction bietet Lösungen und Beratungsleistungen für die Digitalisierung von Geschäftsprozessen. Diese automatisieren Service-Abläufe und stellen Wissen aktiv für alle Kommunikations-Kanäle und Kundenkontaktpunkte in Vertrieb, Marketing und Kundenservice bereit. Das Portfolio der USU-Gruppe wird durch Software für Industrial Big Data sowie das Service-Segment mit Systemintegration und individuellen Anwendungen komplettiert. Zum internationalen Kundenkreis der USU-Gruppe gehören inzwischen über 800 Unternehmen, darunter beispielsweise Allianz, Baloise Group, BOSCH, BMW, Daimler, Deutsche Telekom, DEVK, EDEKA, Heidelberger Druckmaschinen, Jacobs Engineering, Jungheinrich, Poste Italiane, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJEnde	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	72,10	86,52	96,90	106,59
EBITDA	10,78	11,97	13,60	15,76
EBIT	8,30	10,06	11,73	13,89
bereinigtes EBIT	9,61	11,22	12,85	15,01
Jahresüberschuss	6,78	8,63	10,11	9,74

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,64	0,82	0,96	0,93
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,50	0,55

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,77	2,31	2,06	1,88
EV/EBITDA	18,55	16,70	14,70	12,69
EV/EBIT	24,10	19,89	17,04	14,40
EV/bereinigtes EBIT	20,81	17,82	15,56	13,33
KGV	33,04	25,97	22,18	23,02
KBV	3,52			

Finanztermine
24.05.2017: 3-Monatsbericht 2017
04.07.2017: Hauptversammlung
30.08.2017: 6-Monatsbericht 2017
23.11.2017: 9-Monatsbericht 2017

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
12.01.2017: RS / 24,00 / KAUFEN
25.11.2016: RS / 23,50 / KAUFEN
08.09.2016: RS / 23,50 / HALTEN
30.05.2016: RS / 20,00 / KAUFEN
14.04.2016: RS / 20,00 / KAUFEN

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



EXECUTIVE SUMMARY

- Auch im vergangenen Geschäftsjahr ist es der USU Software AG gelungen, einen neuen Umsatzrekordwert zu erzielen. Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 9,1 % auf 72,10 Mio. € (VJ: 66,09 Mio. €) hat die Gesellschaft damit die mit der Veröffentlichung des Vorjahresgeschäftsberichtes kommunizierte Umsatzguidance (71 75 Mio. €) voll erfüllt. Unsere Umsatzprognose (siehe Researchstudie vom 25.11.16) in Höhe von 74,02 Mio. € wurde nur knapp nicht erreicht.
- Nachdem in den Vorjahren alleine das Produktsegment, hier insbesondere die im Ausland erzielten Umsätze, für das Umsatzwachstum verantwortlich zeichnete, leisteten in 2016 wieder beide Geschäftsbereiche wichtige Wachstumsimpulse. Die Umsätze im Produktsegment legten dabei um 8,8 % auf 57,14 Mio. € (VJ: 52,51 Mio. €) zu. Parallel dazu verzeichnete der Servicebereich mit einem Anstieg in Höhe von 8,9 % auf 14,79 Mio. € (VJ: 13,58 Mio. €) erstmals seit 2012 wieder einen nennenswerten Umsatzanstieg. Insgesamt hätten die Umsätze noch höher ausfallen können, aufgrund der Umstellung mehrerer Großkunden auf das SaaS-Modell kam es aufgrund der Verteilung der Lizenzeinnahmen über die Vertragslaufzeit (üblicherweise: 3 Jahre) zu einer Abschwächung der Umsätze.
- Der erneute Umsatzanstieg findet sich auch in der Entwicklung des EBIT wieder, welches nahezu proportional dazu um 9,3 % auf 8,30 Mio. € (VJ: 7,59 Mio. €) zugelegt hat. Die USU Software AG hatte, als Grundlage für die erwartete Ausweitung des Geschäftsvolumens, einen erneuten Ausbau der Konzernbelegschaft vorgenommen, was sich in einem entsprechenden Anstieg beim Personalaufwand niedergeschlagen hatte. Dies konnte jedoch vollständig durch einen Rückgang bei den Verwaltungskosten sowie einer nur unterproportionalen Entwicklung der Herstellkosten aufgefangen werden. Auch das um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinige EBIT legte um 9,4 % auf 9,61 Mio. € (VJ: 8,79 Mio. €) zu, was einer konstanten Entwicklung der bereinigten EBIT-Marge in Höhe von 13,3 % entspricht.
- Der Wachstumskurs des abgelaufenen Geschäftsjahres sollte sich auch in den kommenden Jahren fortsetzen. Nachdem im Januar 2017 die unitB technology GmbH erworben wurde, dürfte dabei das laufende Geschäftsjahr von einer etwas dynamischeren Umsatzentwicklung geprägt sein. Das USU-Management hat hier eine erwartete Umsatzbandbreite in Höhe von 83 88 Mio. € in Aussicht gestellt. Analog dazu rechnen wir für 2017 mit Umsatzerlösen in Höhe von 86,52 Mio. €. In den Folgejahren sollte die Wachstumsdynamik aufgrund fehlender anorganischer Effekte etwas geringer sein, wir rechnen jedoch weiterhin mit neuen Umsatzrekordwerten. Bis 2020 wird das Erreichen einer Umsatzmarke in Höhe von 140 Mio. € in Aussicht gestellt, allerdings gehen wir hier von einem notwendigen anorganischen Wachstumsbeitrag in Höhe von ca. 15 Mio. € aus.
- Wir prognostizieren, parallel zur vom Unternehmen erwarteten Entwicklung, eine tendenzielle Verbesserung bei der operativen Ergebnismarge. Zunächst könnten jedoch noch die erfolgten Vorlaufinvestitionen in die Konzernbelegschaft mit einer seitwärtsgerichteten bzw. leicht rückläufigen Ergebnismarge einhergehen. Ab 2018 erwarten wir einen überproportionalen Anstieg der bereinigten EBIT-Marge in Richtung der mittelfristig erwarteten 15,0 %.
- Auf Basis dieser Prognosen errechnet sich in unserem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 24,00 € (bisher: 24,00 €). Das Kurspotenzial beträgt derzeit 12,7 % und daher bestätigen wir unser Rating KAUFEN.



INHALTSVERZEICHNIS

Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Produkte	4
Business- und IT-Servicemanagement	5
Software-Lizenzmanagement	5
Business Service Monitoring	5
Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions	5
Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions	5
Referenzkunden	6
Markt und Marktumfeld	7
Unternehmensentwicklung 2016	9
Kennzahlen im Überblick	9
Geschäftsentwicklung 2016	10
Umsatzentwicklung 2016	10
Ergebnisentwicklung 2016	11
Vergleich operative Entwicklung zu den GBC-Prognosen	13
Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2016	14
Prognose und Modellannahmen	15
Umsatz- und Ergebnisprognosen 2017 - 2019	16
Bewertung	17
Modellannahmen	17
Bestimmung der Kapitalkosten	17
Bewertungsergebnis	17
DCF-Modell	18
Anhang	19

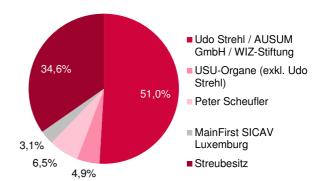


UNTERNEHMEN

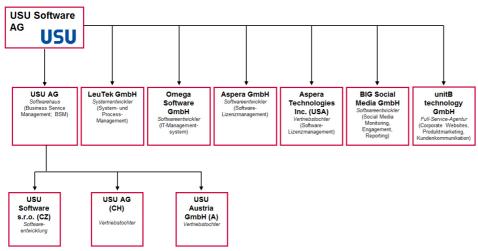
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	51,0%
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	4,9%
Peter Scheufler	6,5%
MainFirst SICAF Luxemburg	3,1%
Streubesitz	34,6%

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. In den vergangenen Geschäftsjahren wurde der Konsolidierungskreis im Zuge des anorganischen Wachstums stetig ausgeweitet. Nachdem in 2015 der SAP-Lizenzmanagementspezialist SecurIntegration GmbH erworben wurde (mittlerweile auf Aspera GmbH verschmolzen) erfolgte im Januar 2017 der Erwerb der Agentur unitB technology GmbH. Die in Berlin ansässige Agentur ist ein Anbieter von maßgeschneiderten Corporate Websites, Brand-Websites und Intranets und übernimmt dabei sowohl die strategische Beratung als auch die technologische Umsetzung. Mit dieser Akquisition wird die USU-Produktpalette horizontal ergänzt, wodurch künftig auch individuelle Online-Lösungen mit angeboten werden können.

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.

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.

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 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.

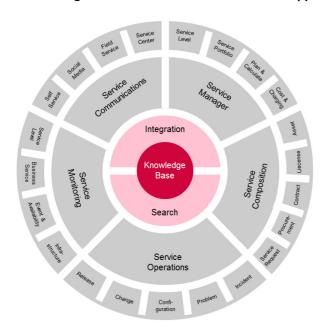
Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions

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.

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:

















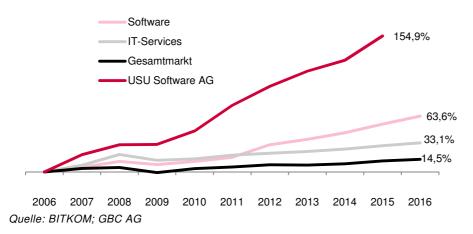
Quelle: USU Software AG; GBC AG



MARKT UND MARKTUMFELD

Digitale Transformation, Industrie 4.0, Big Data oder Smart Home waren die bestimmenden Themen des vergangenen Jahres. Die ITK-Branche ist ein Profiteur der daraus resultierenden fortschreitenden Digitalisierung sowie der steigenden Ausgaben für IT und Telekommunikation und dürfte im vergangenen Geschäftsjahr erstmals die Umsatzmarke von 160 Mrd. € überschritten haben (BITKOM-Prognose Oktober 2016). Gegenüber dem Vorjahr würde dies einem Wachstum in Höhe von 1,7 % entsprechen. Auch im abgelaufenen Jahr war der besondere Wachstumstreiber die Informationstechnologie, hier vor allem das Geschäft der Softwareanbieter, welches um 6,2 % auf 21,6 Mrd. € deutlich zulegen konnte. Auch das für die USU Software AG zweite relevante Teilsegment IT-Services, in dem sich die Aufträge aus der fortschreitenden Digitalisierung der Unternehmen wiederfinden, dürfte um 2,7 % ebenfalls stärker als der Gesamtmarkt zugelegt haben:

Umsatzwachstum USU Software AG vs. relevante Teilmärkte



Die USU Software AG war dabei stets in der Lage, die dynamischen Marktvorgaben zu übertreffen. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr gelang es der Gesellschaft mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 9,1 % deutlich stärker zu wachsen. Ein wichtiger Aspekt dieser Entwicklung ist die zunehmend internationale Ausrichtung der USU Software AG und die damit verbundene Erschließung wachstumsstarker Märkte. Bezeichnend steht hierfür das internationale Marktumfeld für Software und IT-Services, welches beispielweise in Nordamerika, im Vergleich zu Deutschland, von höheren Wachstumsraten geprägt war und gemäß Prognosen auch weiterhin sein dürfte.

Internationales Marktumfeld "Software" und "IT-Services"





Das in den vergangenen Geschäftsjahren expandierende Auslandsgeschäft der USU Software AG wurde maßgeblich von der auf den Bereich Lizenzmanagement spezialisierten Tochtergesellschaft Aspera Technologies auf den US-amerikanischen Markt getragen. Insgesamt gilt der Bereich IT-Lizenzmanagement insbesondere vor dem Hintergrund der möglichen Einsparpotenziale bei Übererfüllung von Auditvorgaben bei Unterlizenzierungen als besonders wachstumsstark. Hier ist auch der aktuelle Trend zu einer zunehmenden Komplexität bei den Lizenzen, was eine umfangreiche SAM-Software (Software Asset Management) besonders notwendig macht. Da die Optimierung von Softwarelizenzen zu den grundlegenden Faktoren einer schnellen Kostenoptimierung (Quelle: PWC) zählen, herrscht in diesem Bereich ein großes Potenzial. Hiervon dürften die Aspera sowie der bereits in der Aspera integrierte SAP-Lizenzmanagement-Anbieter SecurIntegration GmbH weiterhin profitieren.

Auch die zuletzt erworbenen Gesellschaften BIG Social Media GmbH und unitB technology GmbH sind jeweils in dynamischen Märkten tätig. So sollte beispielsweise der Bereich Social Media Monitoring und Social Media Reporting von einer immer stärker werdenden Verbindung zwischen Unternehmen und Social Media-Kanälen profitieren. Es ist davon auszugehen, dass die Unternehmen künftig neben Marketingaktivitäten auch bspw. Serviceaufgaben über die sozialen Medien generieren und dadurch insgesamt der Bedarf nach speziell auf den Social Media-Bereich zugeschnittenen Kommunikationslösungen inklusive systematischer Auswertungen zunehmen dürfte.



UNTERNEHMENSENTWICKLUNG 2016

Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	66,09	72,10	86,52	96,90	106,59
Herstellungskosten	-31,00	-32,28	-38,93	-43,41	-47,43
Bruttoergebnis vom Umsatz	35,09	39,82	47,59	53,49	59,16
Marketing- und Vertriebskosten	-9,28	-13,35	-15,31	-16,96	-18,39
Allgemeine und Verwaltungskosten	-7,11	-6,69	-8,35	-9,50	-10,13
Forschungs- und Entwicklungskosten	-10,53	-11,28	-13,20	-14,54	-15,99
Abschreibungen auf immaterielles Vermögen	-1,29	-1,22	-1,07	-1,02	-1,02
Sonstige betriebliche Erträge	0,95	1,26	0,65	0,50	0,50
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,24	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
EBIT	7,59	8,30	10,06	11,73	13,89
Zinserträge	0,35	0,27	0,06	0,12	0,12
Zinsaufwendungen	-0,06	-0,26	-0,08	-0,10	-0,10
Ergebnis vor Steuern	7,88	8,31	10,04	11,75	13,91
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,50	-1,53	-1,40	-1,65	-4,17
Jahresüberschuss	8,38	6,78	8,63	10,11	9,74
EBITDA	9,88	10,78	11,97	13,60	15,76
in % der Umsatzerlöse	14,9%	15,0%	13,8%	14,0%	14,8%
EBIT	7,59	8,30	10,06	11,73	13,89
in % der Umsatzerlöse	11,5%	11,5%	11,6%	12,1%	13,0%
bereinigtes EBIT	8,79	9,61	11,22	12,85	15,01
in % der Umsatzerlöse	13,3%	13,3%	13,0%	13,3%	14,1%
Ergebnis je Aktie in €	0,80	0,64	0,82	0,96	0,93
Dividende je Aktie in €	0,35	0,40	0,45	0,50	0,55

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Geschäftsentwicklung 2016

GuV (in Mio. €)	GJ 2014	GJ 2015	GJ 2016
Umsatzerlöse	58,93	66,09	72,10
davon Produkt	45,74	52,51	57,14
davon Service	13,20	13,58	14,79
EBITDA	8,89	9,88	10,78
EBITDA-Marge	15,1%	14,9%	15,0%
EBIT	6,67	7,59	8,30
EBIT-Marge	11,3%	11,5%	11,5%
bereinigtes EBIT	7,28	8,79	9,61
bereinigte EBIT-Marge	12,3%	13,3%	13,3%
Jahresüberschuss	5,55	8,38	6,78
EPS in €	0,53	0,80	0,64

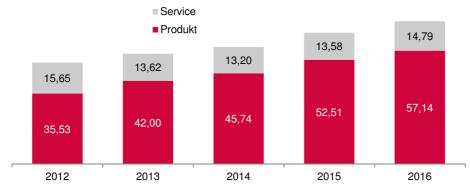
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung 2016

Mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 9,1 % ist es der USU Software AG in 2016 gelungen, die bereits mit Veröffentlichung des Vorjahresgeschäftsberichtes kommunizierte Unternehmensguidance (71-75 Mio. €) vollumfänglich zu erfüllen. Damit wurde zum 12ten Mal in Folge ein neuer Rekordumsatz erreicht, wobei die Gesellschaft in 2016 das durchschnittliche Wachstumstempo der vergangenen fünf Geschäftsjahre aufrecht gehalten hat (durchschnittliches Umsatzwachstum 2012-2016: 9,6 %).

Wie schon in den Vorjahren steuerte das **Produktsegment**, mit einem absoluten Umsatzanstieg in Höhe von 4,63 Mio. € auf 57,14 Mio. € (VJ: 52,51 Mio. €), den größten Wachstumsbeitrag innerhalb der USU-Gruppe bei. Heruntergebrochen auf die einzelnen Umsatzträger zeigte sich, dass insbesondere das Wartungsgeschäft, welches auch die Erlöse des zunehmend von den Kunden favorisierten SaaS-Modells enthält, deutlich um 19,6 % auf 19,52 Mio. € (VJ: 16,32 Mio. €) zugelegt hat. Der Zuwachs des SaaS-Geschäftes geht dabei naturgemäß zulasten des Lizenzgeschäftes, was sich in einem Rückgang der Lizenzerlöse um -1,5 % auf 12,25 Mio. € (VJ: 12,43 Mio. €) manifestiert hat. Künftig dürfte das SaaS-Modell immer stärker an Bedeutung gewinnen und damit zu einer Glättung der Umsätze über die Vertragslaufzeit (üblicherweise: 3 Jahre) führen.

Umsatzaufteilung nach Berichtssegmenten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Analog dazu verzeichnete der **Servicebereich** mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 8,9 % auf 14,79 Mio. € (VJ: 13,58 Mio. €) erstmals seit 2012 wieder einen nennenswerten Umsatzanstieg. Nachdem die USU Software AG in den Vorjahren die zuvor weggefallenen größeren Beratungsprojekte nicht kompensieren konnte, war in 2016 eine deut-



liche Erholungstendenz sichtbar. Hier profitierte die Gesellschaft vom Digitalisierungstrend bei den Unternehmen, und konnte damit mehrere Aufträge generieren.

Die Priorisierung des SaaS-Modells von einigen europäischen Großkunden hat zu einer Verlangsamung der Wachstumsdynamik der internationalen Umsätze geführt. Nachdem in den Vorjahren noch die im Ausland erzielten Umsätze den größten Wachstumsbeitrag geleistet hatten, legten diese in 2016 um lediglich 1,5 % zu. Ausgehend vom höheren Umsatzniveau reduzierte sich der Auslandsanteil der Umsätze entsprechend von 30,4 % (2015) auf 28,3 % (2016).

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)

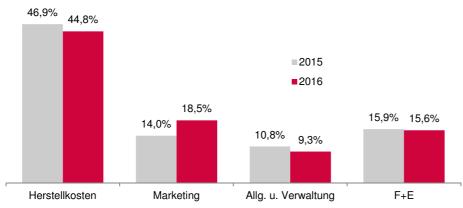


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung 2016

Der Umsatzanstieg findet sich in einem dazu proportionalen Ergebnisanstieg wieder. Bei einer gegenüber dem Vorjahr unveränderten Marge in Höhe von 11,5 % legte das EBIT um 9,3 % auf 8,30 Mio. € (VJ: 7,59 Mio. €) zu. Auf Kostenebene verzeichnete die USU Software AG um 9,5 % auf 40,19 Mio. € (VJ: 36,70 Mio. €) höhere Personalaufwendungen, als Folge des Ausbaus der Konzernbelegschaft auf 544 Mitarbeiter (VJ: 498 Mitarbeiter). Der Ausbau der Konzernbelegschaft erfolgte dabei mit Blick auf das geplante sowie zum Teil bereits umgesetzte weitere Unternehmenswachstum. Besonders deutlich war der Anstieg im Marketingbereich, was hier mit einer entsprechend deutlichen Steigerung der Kostenquote einhergegangen ist:

Entwicklung der Kostenquoten (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG



Dem überproportionalen Anstieg der Marketingaufwendungen steht insbesondere bei den Herstellkosten sowie bei den allgemeinen Verwaltungskosten ein Rückgang der Kostenquoten gegenüber. Die im Verhältnis zum Umsatz rückläufigen Herstellkosten konnten in erster Linie über eine deutliche Verbesserung bei der Auslastung erreicht werden. Wir gehen davon aus, dass es in diesem Bereich zukünftig keine weiteren signifikanten Verbesserungspotenziale gibt.

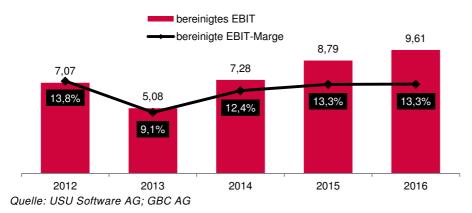
Auch beim bereinigten EBIT verzeichnete die USU Software AG eine im Vergleich zum Umsatzanstieg proportionale Entwicklung, was zu einer konstanten bereinigten EBIT-Marge in Höhe von 13,3 % geführt hat. Das bereinigte EBIT ist eine von der Gesellschaft zusätzlich errechnete Ergebniskennzahl, aus der insbesondere die im Zusammenhang mit den erfolgten Unternehmensakquisitionen angefallenen Sonderaufwendungen, bereinigt wurden. Dazu gehören insbesondere die so genannten PPA-Abschreibungen (Afa auf immaterielles Vermögen).

	2015	2016
EBIT nach IFRS	7,59	8,30
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte*	1,29	1,22
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	-0,09	0,10
Bereinigtes EBIT	8,79	9,61
Finanzergebnis	0,29	0,01
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,50	-1,53
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	-0,79	-0,11
Bereinigtes Konzernergebnis	8,79	7,99
Bereinigtes EPS	0,84	0,76

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

Typischerweise liegt somit das bereinigte EBIT oberhalb des nach den IFRS-Grundsätzen kommunizierten EBIT. Die USU Software AG stellt die Unternehmenskommunikation sowie den Ausblick primär auf Basis des bereinigten EBIT ab.

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



Trotz des operativen Ergebnisanstieges weist die USU Software AG einen Rückgang beim Nachsteuerergebnis auf 6,78 Mio. € (VJ: 8,38 Mio. €) aus. Hier ist in erster Linie ein steuerlicher Sondereffekt verantwortlich, wodurch im Geschäftsjahr 2015 ein Steuerertrag in Höhe von 0,50 Mio. € verzeichnet wurde. Dieser steht mit dem Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages mit der akquirierten BIG Social Media GmbH im Zusammenhang, was zur Bildung latenter Steuern geführt hatte. In 2016 kam es damit zu einer Normalisierung der Steuerquote und folglich zu einem Steueraufwand in Höhe von 1,53 Mio. €.



Vergleich operative Entwicklung zu den GBC-Prognosen

in Mio. €	GBC-Prognosen 2016	Abweichung	GJ 2016 (as reported)
Umsatzerlöse	74,02	-2,6%	72,10
EBIT (bereinigt)	10,17	-5,5%	9,61
Jahresüberschuss	7,75	-12,5%	6,78

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisebene ist es der USU Software AG gelungen, die im Rahmen des Vorjahresgeschäftsberichtes kommunizierte Unternehmensprognose in Höhe von 71 - 75 Mio. € (Umsatz) sowie in Höhe von 9 - 10,5 Mio. € (bereinigtes EBIT) vollumfänglich zu erreichen. Unsere Schätzungen, die wir tendenziell am oberen Rand der erwarteten Bandbreite angesiedelt hatten, haben sich hingegen als leicht zu optimistisch herausgestellt. Zudem gilt es den latenten Steueraufwand zu berücksichtigen, welcher das Nachsteuerergebnis belastet hatte. Wir hatten diesen in unseren Prognosen etwas niedriger angesetzt.



Bilanzielle und finanzielle Situation 31.12.2016

in Mio. €	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016
Eigenkapital	55,61	60,79	63,62
EK-Quote (in %)	65,3%	68,2%	69,2%
Operatives Anlagevermögen	44,18	45,09	43,82
Working Capital	-5,52	-8,68	-4,37
Net Debt	-19,47	-24,71	-24,18
Cashflow - operativ	7,74	12,15	5,13
Cashflow - Investition	-1,10	-4,90	-1,18
Cashflow - Finanzierung	-2,63	-6,38	-3,88

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Am traditionell sehr soliden Bilanzbild der USU Software AG hat sich auch zum 31.12.2016 nichts geändert. Weiterhin ist die Vermögenslage der Gesellschaft mit einer EK-Quote in Höhe von 69,2 % von einer sehr hohen Eigenkapitalausstattung sowie von fehlenden Finanzverbindlichkeiten gekennzeichnet. Auf der anderen Seite verfügt die Gesellschaft über liquide Mittel in Höhe von 23,18 Mio. € (31.12.15: 23,11 Mio. €) und damit über einen ausreichenden Bestand, um die anvisierte Wachstumsstrategie umzusetzen. Ein wichtiger Faktor ist das anorganische Wachstum über Unternehmensakquisitionen, wie etwa der nach dem Bilanzstichtag erfolgte Erwerb der unitB technology GmbH. Die vergangenen Unternehmensakquisitionen wurden stets vollständig aus der eigenen Liquidität bezahlt, ohne die Notwendigkeit verwässernder Eigenkapitalerhöhungen.

Liquide Mittel inkl. Wertpapiere (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der umfangreiche Liquiditätsbestand ist dabei eine Folge der vergleichsweise hohen Liquiditätszuflüsse aus dem operativen Geschäft. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielte die USU Software AG einen operativen Liquiditätszufluss in Höhe von 5,13 Mio. € (VJ: 12,15 Mio. €). Der Rückgang gegenüber dem Vorjahr resultiert maßgeblich aus einem Anstieg der kurzfristigen Vermögenswerte mit Working Capital-Charakter und ist damit temporärer Natur. So wurde etwa im Anstieg der Forderungen aus Lieferungen und Leistungen auf 14,19 Mio. € (31.12.15: 11,50 Mio. €) Liquidität gebunden, welche mit entsprechendem Zahlungseingang wieder freigegeben wird.

Die in 2016 erfolgten Investitionen sowie die Dividendenzahlung in Höhe von 3,68 Mio. € wurden vollständig durch den operativen Liquiditätszugang abgedeckt. Grundsätzlich weist das Geschäftsmodell der USU Software AG nur einen geringen Investitionsbedarf auf. Investitionen finden dabei in der Regel im Zusammenhang mit dem Erwerb von Tochtergesellschaften statt.



PROGNOSE UND MODELLANNAHMEN

GuV (in Mio. €)	GJ 2016	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e
Umsatzerlöse	72,10	86,52	96,90	106,59
EBIT	8,30	10,06	11,73	13,89
EBIT-Marge	11,5%	11,6%	12,1%	13,0%
bereinigtes EBIT	9,61	11,22	12,85	15,01
bereinigte EBIT-Marge	13,3%	13,0%	13,3%	14,1%
Jahresüberschuss	6,78	8,63	10,11	9,73
EPS in €	0,65	0,82	0,96	0,93

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung des Geschäftsberichtes hat die USU Software AG die Guidance für das laufende Geschäftsjahr 2017 veröffentlicht. Die Gesellschaft rechnet mit einem Anstieg der Umsätze auf 83 - 88 Mio. €, was einem Wachstum in Höhe von 15,1 % - 22,1 % gleichkommen würde. Parallel dazu wird mit einem überproportionalen Anstieg des bereinigten EBIT auf 10 - 11,5 Mio. € gerechnet. Gemäß aktualisierter Mittelfristplanung wird bis zum Geschäftsjahresende 2020 ein Umsatzniveau in Höhe von 140 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von über 20 Mio. € unterstellt. Für die Mittelfristplanung wird allerdings, wie auch schon bei der bisherigen Mittelfristplanung, ein anorganischer Wachstumsanteil unterstellt.

Ohnehin stuft das USU-Management **anorganisches Wachstum** als einen wichtigen Pfeiler für das künftige Unternehmenswachstum ein. In den vergangenen Geschäftsjahren wurden im Zuge dessen mit der BIG Social Media GmbH, der SecurIntegration GmbH sowie jüngst der unitB technology GmbH (kurz: unitB) mehrere Akquisitionen getätigt. Bei der im Januar 2017 erworbenen unitB handelt es sich um eine in Berlin ansässige Agentur, die als Anbieter von maßgeschneiderten Corporate Websites, Brand-Websites und Intranets auftritt und darüber hinaus sowohl die strategische Beratung als auch die technologische Umsetzung übernimmt. Wir gehen davon aus, dass diese neu erworbene Gesellschaft, welche bereits in der 2017er Umsatz-Guidance enthalten ist, einen Umsatzbeitrag von ca. 4,0 Mio. € beisteuern sollte. Für das Erreichen der Mittelfristplanung ist mit einem weiteren anorganischen Wachstumsbeitrag in Höhe von ca. 15 Mio. € zu rechnen.

Als weitere Wachstumssäule nennt die Gesellschaft den Ausbau der Internationalisierung und damit einhergehend der im Ausland erwirtschafteten Umsätze. In den vergangenen Geschäftsjahren leisteten die international erzielten Umsätze den größten Wachstumsbeitrag zum Konzernumsatz, wobei hier insbesondere der in den USA tätige Lizenzmanagementspezialist Aspera Technologies Inc. wichtige Impulse beigesteuert hatte. Auch künftig soll dies der Fall sein, insbesondere vor dem Hintergrund einer steigenden Notwendigkeit nach auditfähigen Produkten sowie der möglichen Einsparpotenziale bei etwaigen Überlizenzierungen. Parallel dazu sollen die USU-Produkte im Rahmen eines forcierten Partnerschaftsgeschäftes sowie über den direkten Zugang in ausländische Märkte verstärkt im Ausland vertrieben werden.

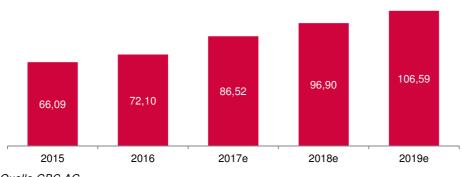
Als dritte Wachstumssäule definiert die Gesellschaft die **Produktinnovationen**, womit sowohl bestehende Kunden als auch Neukunden adressiert werden können. Neben der auf Produktebene erfolgten Integration aus dem anorganischen Wachstum, unterliegt die Produktpalette der USU Software AG einem ständigen Weiterentwicklungsprozess. Diesbezüglich wurden die F+E-Ausgaben in der Vergangenheit stets gesteigert, so dass die F+E-Quote, gemessen am steigenden Umsatzniveau, relativ konstant in einer Bandbreite von 14,0 % - 17,0 % gehalten wurde. Im F+E-Bereich waren zum Jahresende 158 Mitarbeiter tätig, das entspricht rund 30 % der Konzernbelegschaft.



Umsatz- und Ergebnisprognosen 2017 - 2019

Wir rechnen für das laufende Geschäftsjahr mit Umsatzerlösen in Höhe von 86,52 Mio. €, was gegenüber dem Vorjahr einem Umsatzwachstum in Höhe von 20,0 % gleichkommen würde. Hier haben wir die im Januar erworbene unitB berücksichtigt, welche gemäß unseren Erwartungen Umsatzerlöse in Höhe von ca. 4,0 Mio. € beisteuern dürfte. Für die kommenden Geschäftsjahre rechnen wir mit einem tendenziell rückläufigen Wachstumstempo, als Folge der derzeit noch fehlenden Sichtbarkeit bezüglich möglichen anorganischen Umsatzwachstums.

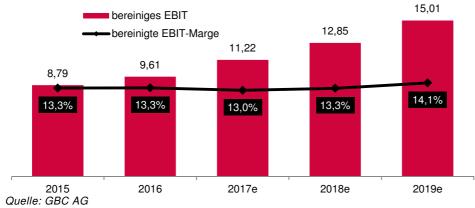
Prognose Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle GBC AG

Beim bereinigten EBIT erwartet der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr einen überproportionalen Anstieg auf 10 - 11,5 Mio. €. Grundsätzlich dürfte die bereinigte EBIT-Marge gemäß Mittelfristplanung in Richtung 15,0 % ansteigen, was in unseren Augen einerseits eine Folge der zunehmenden Bedeutung des margenstarken Produktgeschäftes ist. Darüber hinaus dürfte die USU Software AG auch zunehmend von Skaleneffekten profitieren. Bereits im vergangenen Geschäftsjahr wurde dies anhand des weiteren Anstiegs der Bruttomarge sowie der weiterhin rückläufigen Entwicklung bei den Verwaltungskosten ersichtlich. Der überproportionale Anstieg der Vertriebskosten ist dem Personalaufbau, als Vorbereitung für das erwartete weitere Unternehmenswachstum, geschuldet.

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



Die Ergebnisprognosen stellen die Basis für unser DCF-Bewertungsmodell. Grundsätzlich gehen wir dabei von einem weiteren Anstieg der Ergebnismargen aus und rechnen zudem mit einer Normalisierung beim Steueraufwand. Ab 2019 gehen wir nach dem Verbrauch der Verlustvorträge von einer Steuerquote in Höhe von 30,0 % aus, was sich auch entsprechend in einem kurzfristigen Rückgang beim Nachsteuerergebnis auswirken dürfte.



Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2017, 2018 und 2019 in Phase 1, erfolgt von 2020 bis 2024 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,5 % 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 2,5 %.

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 1,25 % (bisher: 1,00 %).

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 1,11.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 7,34 % (bisher: 7,09 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,34 % (bisher: 7,09 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,34 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2017 entspricht als Kursziel 24,00 €. Damit bestätigen wir das bisherige Kursziel. Hierfür sind mehrere gegenläufige Faktoren verantwortlich, welche sich gegenseitig aufheben. Einerseits wirken sich die leichte WACC-Erhöhung sowie eine leichte Minderung unserer Prognosen kurszielmindernd aus. Dem steht jedoch die erstmalige Berücksichtigung des Geschäftsjahres 2019 als konkrete Schätzperiode gegenüber, welche eine höhere Basis für unsere Stetigkeitsphase des DCF-Modells liefert.



DCF-Modell

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%
EBITDA-Marge	16,5%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%
Working Capital zu Umsatz	-6,0%

final - Phase	
ewiges Umsatzwachstum	2,5%
ewige EBITA - Marge	14,8%
effektive Steuerquote im Endwert	30,0%

dreistufiges DCF - Modell:									
Phase	estimate			consistency					final
in Mio. EUR	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	End- wert
Umsatz (US)	86,52	96,90	106,59	111,92	117,52	123,40	129,57	136,04	
US Veränderung	20,0%	12,0%	10,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,92	2,20	2,45	2,45	2,45	2,45	2,45	2,45	
EBITDA	11,97	13,60	15,76	18,47	19,39	20,36	21,38	22,45	
EBITDA-Marge	13,8%	14,0%	14,8%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	16,5%	
EBITA	10,06	11,73	13,89	16,62	17,45	18,33	19,24	20,21	
EBITA-Marge	11,6%	12,1%	13,0%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,9%	14,8%
Steuern auf EBITA	-1,41	-1,64	-4,17	-4,99	-5,24	-5,50	-5,77	-6,06	
zu EBITA	14,0%	14,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,65	10,09	9,72	11,64	12,22	12,83	13,47	14,14	
Kapitalrendite	21,9%	25,2%	25,6%	31,7%	31,4%	31,4%	31,4%	31,4%	30,5%
Working Capital (WC)	-5,00	-6,00	-6,80	-6,72	-7,05	-7,40	-7,77	-8,16	
WC zu Umsatz	-5,8%	-6,2%	-6,4%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	
Investitionen in WC	0,63	1,00	0,80	-0,08	0,34	0,35	0,37	0,39	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	45,00	44,00	43,50	45,68	47,96	50,36	52,87	55,52	
AFA auf OAV	-1,92	-1,87	-1,87	-1,84	-1,94	-2,03	-2,14	-2,24	
AFA zu OAV	4,3%	4,2%	4,3%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
Investitionen in OAV	-3,10	-0,87	-1,37	-4,02	-4,22	-4,43	-4,65	-4,89	
Investiertes Kapital	40,00	38,00	36,70	38,96	40,91	42,95	45,10	47,36	
EBITDA	11,97	13,60	15,76	18,47	19,39	20,36	21,38	22,45	
Steuern auf EBITA	-1,41	-1,64	-4,17	-4,99	-5,24	-5,50	-5,77	-6,06	
Investitionen gesamt	-2,47	0,13	-0,57	-5,10	-3,88	-4,08	-4,28	-4,50	
Investitionen in OAV	-3,10	-0,87	-1,37	-4,02	-4,22	-4,43	-4,65	-4,89	
Investitionen in WC	0,63	1,00	0,80	-0,08	0,34	0,35	0,37	0,39	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	-1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	8,10	12,09	11,02	8,38	10,27	10,78	11,32	11,89	274,06

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	224,48	228,87
Barwert expliziter FCFs	57,55	49,69
Barwert des Continuing Value	166,93	179,18
Nettoschulden (Net debt)	-28,04	-35,42
Wert des Eigenkapitals	252,52	264,28
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	252,52	264,28
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	24,00	25,11

te te		5,3%	6,3%	WACC 7,3%	8,3%	9,3%
Kapitalrendite	28,5%	36,77	27,96	22,86	19,57	17,29
F =	29,5%	37,87	28,72	23,43	20,01	17,64
pita	30,5%	38,97	29,48	24,00	20,45	18,00
Ka	31,5%	40,07	30,24	24,56	20,89	18,35
	32,5%	41,17	31,00	25,13	21,33	18,70

Kapitalkostenermittlung:	
risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,11
Eigenkapitalkosten	7,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7.3%



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-aq.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 automatischen 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 >= + 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 <= - 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. Aktiensplitts, 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-aq.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 Studienerstellung 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 Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

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&INVESTMENTANALYSEN-

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