



Researchstudie (Update)

USU Software AG

USU

**Forcierung des anorganischen Wachstums und der
Internationalisierungsstrategie;
Q1-Zahlen im Rahmen der Erwartungen;
Prognosen um anorganische Effekte angepasst**

Kursziel: 25,00 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 11**

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

HALTEN

Kursziel: 25,00

aktueller Kurs: 23,21
29.5.2017 / XETRA / 16:30
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 244,26
EnterpriseValue³: 216,45
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 12

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

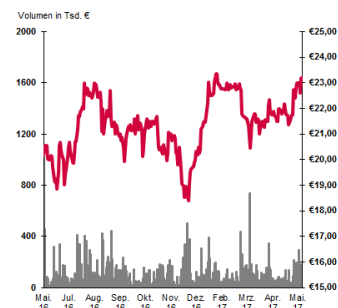
Mitarbeiter: 604 Stand: 31.03.2017

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 die USU 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 \ GJ.-Ende	31.12.2016	31.12.2017e	31.12.2018e	31.12.2019e
Umsatz	72,10	89,52	101,50	111,88
EBITDA	10,78	12,04	14,19	16,54
EBIT	8,30	10,12	12,33	14,68
bereinigtes EBIT	9,61	11,29	13,44	15,79
Jahresüberschuss	6,78	8,69	10,62	10,29

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,64	0,83	1,01	0,98
Dividende je Aktie	0,40	0,45	0,50	0,55

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,00	2,42	2,13	1,93
EV/EBITDA	20,08	17,98	15,25	13,08
EV/EBIT	26,08	21,39	17,56	14,75
EV/bereinigtes EBIT	22,52	19,18	16,10	13,70
KGV	36,00	28,12	23,00	23,74
KBV	3,84			

Finanztermine

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
03.04.2017: RS / 24,00 / KAUFEN
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

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

EXECUTIVE SUMMARY

- In den ersten drei Monaten 2017 hat die USU Software AG den eingeschlagenen dynamischen Wachstumspfad mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 11,4 % fortgesetzt. Besonders stark entwickelte sich in der abgelaufenen Berichtsperiode, mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 43,4 % auf 4,98 Mio. € (VJ: 3,47 Mio. €), das Servicegeschäft. Neben dem organischen Umsatzwachstum sind hier auch anorganische Umsatzbeiträge der im Januar 2017 erworbenen unitB technology GmbH, welche bei ca. 1,00 Mio. € liegen dürften. Damit dürfte der erstmalige Einbezug der unitB-Umsätze für etwa 50 % des im ersten Quartal 2017 erzielten Umsatzwachstums verantwortlich sein.
- Die Produktumsätze weisen mit einem rein organischen Umsatzwachstum in Höhe von 3,2 % eine im Vergleich zum Servicesegment geringere Dynamik auf. Während hier die Wartungserlöse (inkl. SaaS-Umsätze) ausgeweitet wurden, kam es innerhalb des Produktsegments zu einer Verschiebung von Lizenzumsätzen in die kommenden Perioden.
- Trotz des ausgeweiteten Umsatzniveaus verminderte sich das EBIT auf 0,14 Mio. € (VJ: 1,01 Mio. €) sowie das um akquisitionsbedingte Sondereffekte bereinigte EBIT auf 0,69 Mio. € (VJ: 1,37 Mio. €). Die zugrunde liegende überproportionale Kostensteigerung ist insbesondere eine Folge erhöhter Auslandsinvestitionen in Marketing und Vertrieb, als wichtiger Bestandteil der Internationalisierungsstrategie. Diese erfolgten insbesondere in den USA, UK und Frankreich und enthalten, neben den typischen Marketingmaßnahmen, auch Maßnahmen zum Organisationsaufbau in den entsprechenden Ländern. Diesbezüglich konnten beispielsweise neue, gut vernetzte Countrymanager in UK und in Frankreich gewonnen werden.
- Zur Forcierung der Internationalisierungsstrategie ist auch der im Mai 2017 erfolgte Erwerb der französischen EASYTRUST SAS zu erwähnen. EASYTRUST ist ein Softwarehersteller im Bereich der automatischen Erkennung und Analyse von Hard- und Software (IT-Management), mit dem Produktschwerpunkt auf Soft- und Hardware im Umfeld großer Rechenzentren (Fokus: ORACLE). Im Rahmen der EASYTRUST-Integration erfolgt somit eine horizontale Ausweitung der USU-Produktpalette.
- Wir haben die gegenüber unserer letzten Studie (siehe Researchstudie vom 03.04.17) unveränderten Prognosen um die anorganischen Umsatz- und Ergebnisbestandteile der EASYTRUST angepasst. Wir rechnen für 2017 mit einem zusätzlichen Umsatzbeitrag in Höhe von 3,00 Mio. € (ab Mai 2017). In 2018 sollte, bei einem ganzjährigen Einbezug der EASYTRUST-Umsätze ein anorganischer Beitrag von 4,6 Mio. € erzielt werden. Die EASYTRUST dürfte ab dem kommenden Geschäftsjahr einen zusätzlichen Ergebnisbeitrag liefern, welcher einer EBIT-Marge in Höhe von 15,0 % entspricht.
- Auf dieser Basis haben wir im Rahmen eines aktualisierten DCF-Bewertungsmodells einen neuen fairen Wert in Höhe von 25,00 € je Aktie (bisher: 24,00 Mio. €) ermittelt. Die Kurszielanhebung basiert maßgeblich auf einem Roll-Over-Effekt, da die Kurszielbasis auf das Geschäftsjahresende 2018 (bisher: 2017) errechnet wurde. Darüber hinaus haben die erstmalig in den Prognosen enthaltenen Umsatz- und Ergebnisbeiträge der EASYTRUST SAS ebenfalls einen leicht positiven Effekt auf das Kursziel und damit ist dieser Erwerb als wertschöpfend einzustufen. Ausgehend von der sehr guten Aktienkursentwicklung ergibt sich derzeit ein Kurspotenzial von 7,7 % und damit stufen wir die USU-Aktie mit HALTEN ein.

INHALTSVERZEICHNIS

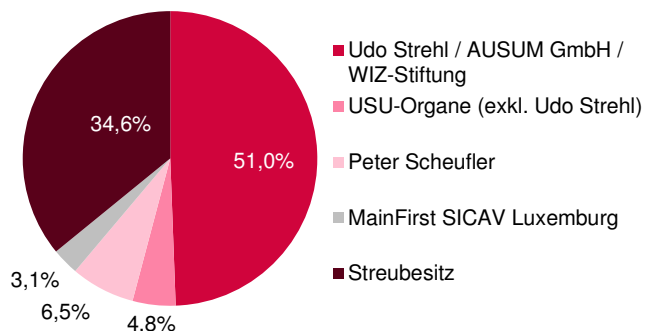
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung Q1 2017	5
Umsatzentwicklung Q1 2017	5
Ergebnisentwicklung Q1 2017	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2017	7
Prognose 2016 - 2018	8
Bewertung	9
Modellannahmen	9
Bestimmung der Kapitalkosten	9
Bewertungsergebnis	9
Anhang	11

UNTERNEHMEN

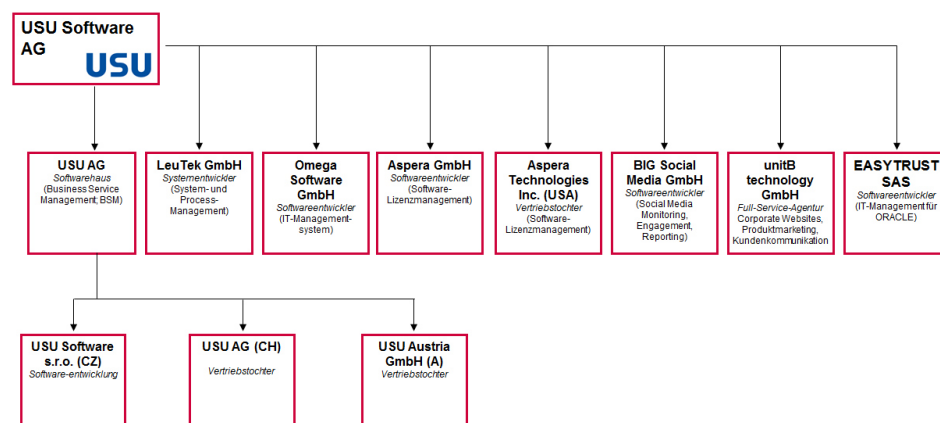
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	51,0%
USU-Organen (exkl. Udo Strehl)	4,8%
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 elf 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. Darüber hinaus erfolgte in Mai 2017 der Erwerb der in Frankreich ansässigen EASYTRUST SAS, womit die Präsenz im französischen Markt gesteigert werden soll. EASYTRUST ist ein Softwarehersteller im Bereich der automatischen Erkennung und Analyse von Hard- und Software (IT-Management), mit dem Produktschwerpunkt auf Soft- und Hardware im Umfeld großer Rechenzentren (Fokus: ORACLE). Im Rahmen der EASYTRUST-Integration erfolgt ebenfalls eine horizontale Ausweitung der USU-Produktpalette.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q1 2017

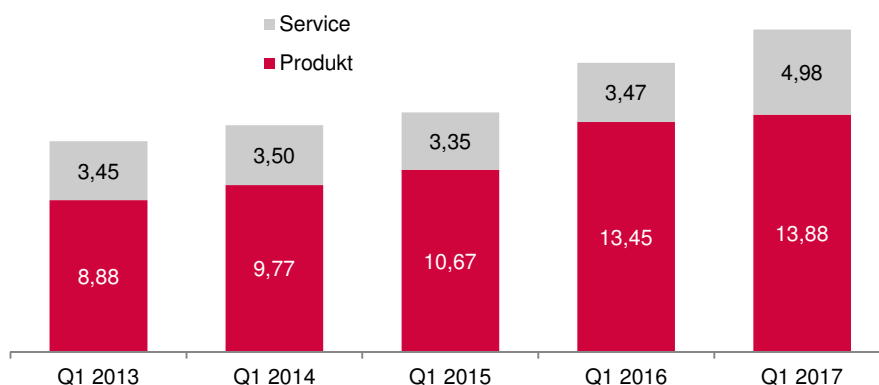
GuV (in Mio. €)	Q1 2015	Q1 2016	Q1 2017
Umsatzerlöse	14,07	16,96	18,89
davon Produkt	10,67	13,45	13,88
davon Service	3,35	3,47	4,98
EBIT	0,74	1,01	0,14
EBIT-Marge	5,3%	6,0%	0,7%
bereinigtes EBIT	1,08	1,37	0,69
bereinigte EBIT-Marge	7,7%	8,1%	3,6%
Nachsteuerergebnis	0,93	0,88	-0,12

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung Q1 2017

In den ersten drei Monaten 2017 hat die USU Software AG mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 11,4 % den eingeschlagenen dynamischen Wachstumspfad fortgesetzt. Einen maßgeblichen Beitrag zu dem um 1,93 Mio. € höheren Umsatzniveau leistete insbesondere das in den vergangenen Jahren etwas schwächelnde Servicegeschäft, welches gegenüber dem Vorjahresquartal um 43,4 % auf 4,98 Mio. € (Q1/16: 3,47 Mio. €) signifikant zugelegt hat. Neben der organischen Geschäftsausweitung in diesem Segment waren hierfür in erster Linie anorganische Effekte aus dem im Januar 2017 erfolgten Erwerb der unitB technology GmbH verantwortlich. Mit ihrem Portfolio mit Fokus auf digitaler Strategieberatung sowie Service und Customer-Experience-Design, wird die unitB technology GmbH dem Servicebereich zugeordnet. Ausgehend von jährlichen Umsatzerlösen in Höhe von rund 4,0 Mio. € ist von einem anorganischen Umsatzbeitrag in Höhe von ca. 1,00 Mio. € auszugehen. Damit dürfte der erstmalige Einbezug der unitB-Umsätze für etwa 50 % des im ersten Quartal 2017 erzielten Umsatzwachstums verantwortlich sein.

Umsatzaufteilung nach Berichtssegmenten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

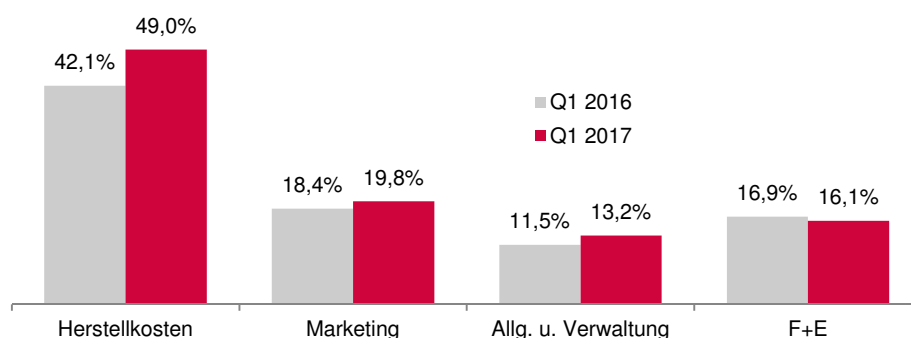
Die Produktumsätze weisen mit einem rein organischen Umsatzwachstum in Höhe von 3,2 % eine im Vergleich zum Servicesegment geringere Dynamik auf. Innerhalb des Produktsegments waren im ersten Quartal 2017 zwei gegenläufige Tendenzen zu beobachten. Einerseits kletterten die Wartungserlöse insbesondere aufgrund der hier erfassten SaaS-Umsätze auf 5,12 Mio. € (Q1/16: 4,67 Mio. €) und konnten damit um 0,45 Mio. € ausgeweitet werden. Aufgrund der zunehmenden Bedeutung der SaaS-Umsätze sollten die Wartungserlöse in den kommenden Perioden überdurchschnittlich stark ansteigen. Andererseits verzeichnete die USU Software AG jedoch einen Rückgang der Lizenz Erlöse um 0,44 Mio. € auf 2,63 Mio. € (Q1/16: 3,07 Mio. €). Gemäß Unterneh-

mensangaben kam es hier zu Verschiebungen von Lizenzumsätzen in die kommenden Quartale, so dass hier von einem Stichtagseffekt gesprochen werden kann.

Ergebnisentwicklung Q1 2017

Im Fokus der Unternehmensstrategie stehen derzeit das anorganische Wachstum sowie die Forcierung der Internationalisierungsstrategie. Neben den beiden bisher in 2017 getätigten Unternehmensakquisitionen hat die Gesellschaft insbesondere erhöhte Auslandsinvestitionen in Marketing und Vertrieb getätigt. Diese strategischen Maßnahmen sowie der sowohl organisch als auch anorganisch bedingte Ausbau der Konzernbelegschaft auf 604 Mitarbeiter (31.03.16: 510 Mitarbeiter) hat eine im Vergleich zum Umsatzwachstum überproportionale Kostenentwicklung nach sich gezogen. Dementsprechend legten die Kostenquoten der maßgeblichen Kostenpositionen folgendermaßen zu:

Entwicklung der Kostenquoten (in %)

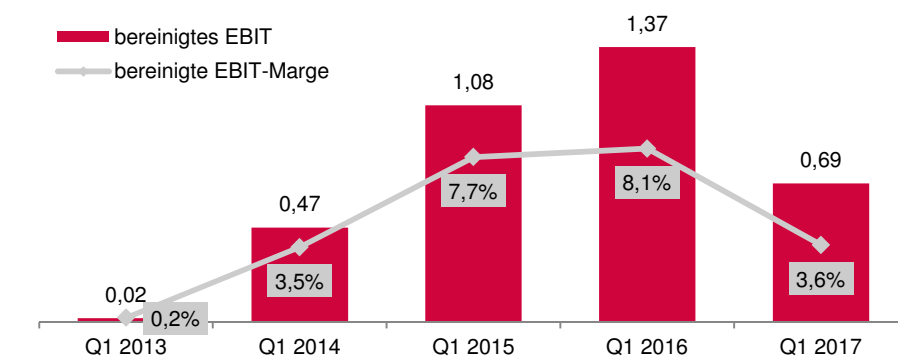


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der deutliche Aufbau der Belegschaft wird insbesondere bei den Herstellkosten des Umsatzes ersichtlich, welche um 21,0 % auf 9,26 Mio. € (Q1/16: 7,65 Mio. €) zugelegt haben. Darüber hinaus sind in der überproportionalen Kostenentwicklung auch Effekte aus der Verschiebung der Lizenzumsätze enthalten, so dass in den kommenden Quartalen von im Vergleich zum erwarteten Umsatzanstieg rückläufigen Kostenquoten ausgegangen werden kann.

Die operative Ergebnisentwicklung war infolge der damit getätigten Vorlaufinvestitionen mit einem EBIT-Rückgang auf 0,14 Mio. € (Q1/16: 1,01 Mio. €) deutlich rückläufig. Das um akquisitionsbedingte Effekte bereinigte EBIT verringerte sich damit ebenfalls auf 0,69 Mio. € (Q1/16: 1,37 Mio. €):

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2017

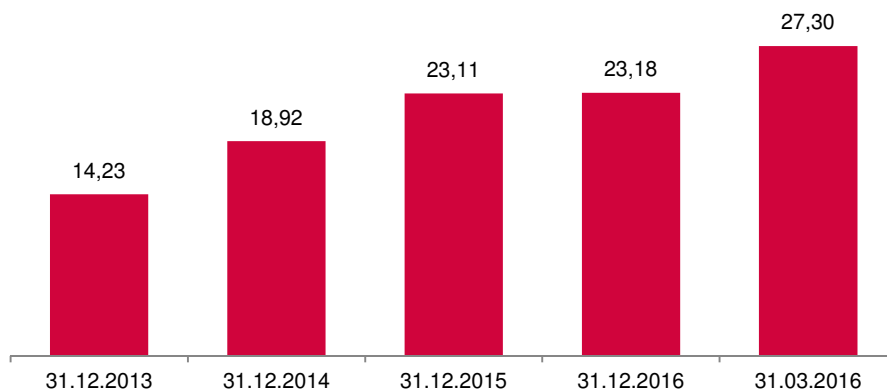
in Mio. €	31.03.2016	31.12.2016	31.03.2017
Eigenkapital (EK-Quote in %)	61,74 (67,5%)	63,62 (69,2%)	63,54 (65,9%)
Operatives Anlagevermögen	44,93	43,82	46,74
Working Capital	-10,99	-4,37	-9,54
Net Debt	-28,14	-24,18	-27,81
Cashflow - operativ	3,93	5,13	6,31
Cashflow - Investition	-0,47	-1,18	-2,17
Cashflow - Finanzierung	-0,12	-3,88	0,00

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die weitestgehend unveränderten Bilanzrelationen des USU-Konzerns enthalten erstmalig die Wertansätze der im Januar 2017 erworbenen unitB technology. Der im Rahmen einer vorläufigen Kaufpreisallokation ermittelte beizulegende Zeitwert des Vermögens hat einen Zugang bei den immateriellen Vermögenswerten in Höhe von 1,68 Mio. € auf 6,78 Mio. € (31.12.16: 5,43 Mio. €) sowie beim Goodwill in Höhe von 1,55 Mio. € auf 37,12 Mio. € (31.12.16: 35,58 Mio. €) ausgelöst. Infolge der daraus resultierenden Bilanzverlängerung auf 96,35 Mio. € (31.12.16: 91,91 Mio. €) hat sich die EK-Quote, bei einem sonst nahezu unveränderten Eigenkapital, auf 65,9 % (31.12.16: 69,2 %) etwas reduziert, ist aber nach wie vor als sehr komfortabel einzustufen.

Ein besonderes Augenmerk liegt auf den deutlichen Anstieg der liquiden Mittel (inkl. Wertpapiere) auf insgesamt 27,30 Mio. € (31.12.16: 23,18 Mio. €). Der operative Cashflow in Höhe von 6,31 Mio. € (Q1/16: 3,93 Mio. €) hatte einen maßgeblichen Anteil am Ausbau der ohnehin üppigen Liquiditätsausstattung. Ursächlich hierfür zeichnet ein stichtagsbedingter Rückgang des Working Capitals insbesondere infolge einer Reduktion von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen als auch eines Aufbaus von Rückstellungen. Damit war die USU Software AG sogar in der Lage, die erste Kaufpreisrate für die unitB technology in Höhe von 1,87 Mio. € (3,25 Mio. € abzüglich erhaltener Zahlungsmittel in Höhe von 1,38 Mio. €) aus dem laufenden Cashflow zu bezahlen. Eine weitere erfolgsabhängige Kaufpreiskomponente in Höhe von bis zu 1,45 Mio. € wird in 2019 fällig.

Liquide Mittel inkl. Wertpapiere (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Für den nach dem Bilanzstichtag erfolgten EASYTRUST-Erwerb wird ein Kaufpreis in Höhe von 4,75 Mio. € in bar entrichtet. Der aktuelle Liquiditätsbestand ist insbesondere vor dem Hintergrund weiterer geplanter Unternehmensakquisitionen, auch nach dem Erwerb der EASYTRUST, als ausreichend zu bezeichnen.

PROGNOSE 2016 - 2018

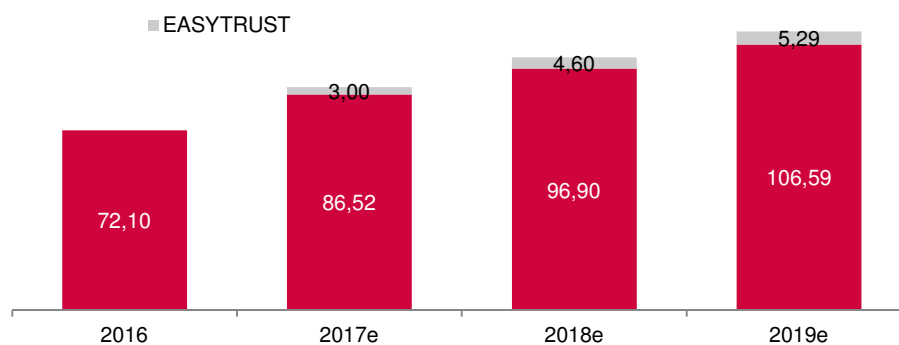
GuV (in Mio. €)	GJ 17e (alt)	GJ 17e (neu)	GJ 18e (alt)	GJ 18e (neu)	GJ 19e (alt)	GJ 19e (neu)
Umsatzerlöse	86,52	89,52	96,90	101,50	106,59	111,88
EBIT	10,06	10,12	11,73	12,33	13,89	14,68
EBIT-Marge	11,6%	11,3%	12,1%	12,1%	13,0%	13,1%
bereinigtes EBIT	11,22	11,29	12,85	13,44	15,01	15,79
bereinigte EBIT-Marge	13,0%	12,6%	13,3%	13,2%	14,1%	14,1%
Jahresüberschuss	8,63	8,69	10,11	10,62	9,73	10,29

Quelle: GBC AG

In den ersten Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2017 stand bei USU Software AG das anorganische Wachstum im Vordergrund. Mit dem Erwerb der unitB und der EASYTRUST hat die Gesellschaft gleich zwei Unternehmen erwerben können, die sowohl auf Produkt- als auch auf Kundenebene als komplementär zu betrachten sind.

Die aus dem Erwerb der unitB stammenden anorganischen Umsatz- und Ergebnisbeiträge hatten wir in unseren bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 03.04.17) bereits berücksichtigt. Erstmals jedoch werden wir im Rahmen dieser Studie die zusätzlichen Umsätze und Ergebnisbestandteile der im Mai 2017 neu hinzugekommenen EASYTRUST einbeziehen. Wir gehen für 2017, analog zur angehobenen Unternehmens-Guidance auf 86 – 91 Mio. € (bisher: 83 – 88 Mio. €), von einem zusätzlichen Umsatzbeitrag in Höhe von 3,00 Mio. € aus und heben dementsprechend unsere bisherige Umsatzprognose auf 89,52 Mio. € (bisher: 86,52 Mio. €) an. Bei einem erstmalig ganzjährigen Einbezug der Umsätze in 2018 heben wir unsere Umsatzprognose für das kommende Geschäftsjahr um 4,6 Mio. € auf 101,50 Mio. € an:

Umsatzprognosen 2017 - 2019 (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Für das laufende Geschäftsjahr wird zunächst kein positiver Ergebnisbeitrag im Zusammenhang mit dem Erwerb der EASYTRUST erwartet. Dies liegt vor allem an den geplanten Integrationsaufwendungen auf Produktebene als auch auf organisatorischer Ebene. Grundsätzlich gehen wir aber von einem positiven Ergebnisbeitrag der EASYTRUST aus. In den kommenden Geschäftsjahren rechnen wir bei der EASYTRUST mit EBIT-Margen von jeweils ca. 15 % und haben dementsprechend unsere bisherigen Ergebnisprognosen um diesen anorganischen Beitrag nach oben hin angepasst.

Neben den anorganischen Effekten behalten unsere bisherigen Erwartungen (siehe Researchstudie vom 03.04.17) hinsichtlich der künftigen Unternehmensentwicklung ihre Gültigkeit. Erwähnenswert ist hier die weitere Forcierung der Internationalisierungsstrategie, im Rahmen derer, eine intensivere Abdeckung der Märkte in USA, UK und Frankreich (neue Standorte, neue Countrymanager) umgesetzt wird. Im ersten Quartal wurden die diesbezüglichen Maßnahmen auch mit dem Erwerb der französischen EASYTRUST weiter vorangetrieben.

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 16,0 % 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 2,5 %.

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: 1,25 %).**

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: 7,34 %) (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: 7,34 %).

Bewertungsergebnis

Der im Rahmen des DCF-Bewertungsmodells resultierende faire Wert je Aktie entspricht als Kursziel 25,00 € (bisher: 24,00 €). Die Kurszielanhebung basiert maßgeblich auf einen Roll-Over-Effekt, da die Kurszielbasis auf das Geschäftsjahresende 2018 (bisher: 2017) errechnet wurde. Darüber hinaus haben die erstmalig in den Prognosen enthaltenen Umsatz- und Ergebnisbeiträge der EASYTRUST SAS ebenfalls einen leicht positiven Effekt auf das Kursziel und damit ist dieser Erwerb als wertschöpfend einzustufen.

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	14,7%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,2%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	-6,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	
Umsatz (US)	89,52	101,50	111,88	117,47	123,35	129,52	135,99	142,79	
<i>US Veränderung</i>	24,2%	13,4%	10,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,92	2,26	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43	2,43	
EBITDA	12,04	14,19	16,54	18,80	19,74	20,72	21,76	22,85	
<i>EBITDA-Marge</i>	13,4%	14,0%	14,8%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	10,12	12,33	14,68	16,85	17,69	18,57	19,50	20,48	
<i>EBITA-Marge</i>	11,3%	12,1%	13,1%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	14,7%
Steuern auf EBITA	-1,42	-1,73	-4,40	-5,05	-5,31	-5,57	-5,85	-6,14	
<i>zu EBITA</i>	14,0%	14,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	8,70	10,60	10,27	11,79	12,38	13,00	13,65	14,33	
Kapitalrendite	22,1%	25,4%	26,3%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,1%	30,0%
Working Capital (WC)	-5,00	-6,00	-6,80	-7,05	-7,40	-7,77	-8,16	-8,57	
<i>WC zu Umsatz</i>	-5,6%	-5,9%	-6,1%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	-6,0%	
Investitionen in WC	0,63	1,00	0,80	0,25	0,35	0,37	0,39	0,41	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	46,70	45,00	45,95	48,25	50,66	53,19	55,85	58,65	
<i>AFA auf OAV</i>	-1,92	-1,87	-1,87	-1,95	-2,05	-2,15	-2,26	-2,37	
<i>AFA zu OAV</i>	4,1%	4,1%	4,1%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-4,80	-0,17	-2,82	-4,25	-4,46	-4,68	-4,92	-5,16	
Investiertes Kapital	41,70	39,00	39,15	41,20	43,26	45,42	47,69	50,08	
EBITDA	12,04	14,19	16,54	18,80	19,74	20,72	21,76	22,85	
Steuern auf EBITA	-1,42	-1,73	-4,40	-5,05	-5,31	-5,57	-5,85	-6,14	
Investitionen gesamt	-10,79	0,83	-3,52	-4,00	-4,11	-4,31	-4,53	-4,75	
<i>Investitionen in OAV</i>	-4,80	-0,17	-2,82	-4,25	-4,46	-4,68	-4,92	-5,16	
<i>Investitionen in WC</i>	0,63	1,00	0,80	0,25	0,35	0,37	0,39	0,41	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-6,62	0,00	-1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-0,17	13,30	8,62	9,74	10,32	10,84	11,38	11,95	284,39

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	231,08	234,74
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	57,86	48,80
<i>Barwert des Continuing Value</i>	173,22	185,93
Nettoschulden (Net debt)	-19,77	-28,36
Wert des Eigenkapitals	250,85	263,10
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	250,85	263,10
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	23,84	25,00

Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	1,3%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,11
Eigenkapitalkosten	7,3%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,3%

Kapitalrendite	WACC				
	5,3%	6,3%	7,3%	8,3%	9,3%
28,0%	38,59	29,17	23,71	20,17	17,71
29,0%	39,82	30,03	24,36	20,68	18,12
30,0%	41,04	30,89	25,00	21,18	18,52
31,0%	42,27	31,74	25,64	21,69	18,93
32,0%	43,50	32,60	26,29	22,19	19,34

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
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 & 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