



## Researchstudie (Update)



**„Bestes Halbjahr der Unternehmenshistorie;  
deutliche Kurszielerhöhung nach  
Prognoseerhöhung 2013“**

**Kursziel: 7,40 €**

**Rating: Kaufen**

---

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

---

**Kaufen**

**Kursziel: 7,40**

aktueller Kurs: 5,43  
17.8.2012 / ETR

Währung: EUR

**Stammdaten:**

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524

Marketcap<sup>3</sup>: 55,09  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 34,69  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 31,0 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard

Marktsegment:  
Regulierter Markt

Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
VEM Aktienbank AG  
LBBW

**Analysten:**

Cosmin Filker  
[filker@gbc-ag.de](mailto:filker@gbc-ag.de)

Christoph Schnabel  
[schnabel@gbc-ag.de](mailto:schnabel@gbc-ag.de)

\* Katalog möglicher  
Interessenskonflikte auf  
Seite IV

**USU Software AG <sup>\*5</sup>**

**Unternehmensprofil**

Branche: Software

Fokus: Business Service  
Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 334 Stand: 30.6.2012

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die 1977 gegründete USU Software AG mit Sitz in Möglingen bietet als Spezialist für Business Service Management Anwendungen und Servicedienstleistungen im Rahmen ihres Produkt- und Servicegeschäftes. Mit ihren bekanntesten Produkten Valuation und USU KnowledgeCenter ist die USU Software AG in der Lage, den wachsenden technischen und kaufmännischen Anforderungen zu entsprechen und individuelle ganzheitliche Lösungen für ihre Kunden anzubieten. Mit dem Fokus auf Business Service Management als neuartigen strategischen Ansatz für Unternehmen ermöglichen die Produkte der USU Software AG die Konzentration auf die entscheidenden Kernprozesse sowie die Einbindung des Wertbeitrages der IT-Organisation in das Unternehmen. Mit der integrierten Software Suite Valuation haben die Kunden von USU die Möglichkeit einer effizienten Kostenplanung ihrer IT-Infrastruktur sowie der individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener externer Wissensquellen werden durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht.

**Daten & Prognosen**

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012e	31.12.2013e
Umsatz	38,02	45,60	48,79	53,40
EBITDA	4,61	6,70	5,58	9,15
EBIT	2,58	4,64	3,53	7,10
EBIT (bereinigt)	4,39*	6,52*	7,09*	8,70*
Jahresüberschuss	2,35	3,57	2,53	5,78

\* gemäß Unternehmenskommunikation

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,22	0,34	0,24	0,55
Dividende je Aktie	0,20	0,20	0,25	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,91	0,76	0,71	0,66
EV/EBITDA	7,53	5,18	6,22	4,24
EV/EBIT	13,45	7,48	9,83	5,65
EV/EBIT (bereinigt)	7,90	5,32	4,89	3,99
KGV	22,17	14,59	20,59	10,40
KBV		1,15		

**Finanztermine:**

**Datum: Ereignis**  
28.08.2012: SCC\_Small Cap Conf.  
09.11.2012: Veröffentlichung 9M-Bericht  
14.11.2012: Deutsches Eigenkapitalforum

**\*\*letztes Research von GBC:**

**Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating**  
23.5.2012: RS / 6,35 / KAUFEN  
3.4.2012: RS / 6,35 / KAUFEN  
14.2.2012: RS / 6,15 / KAUFEN  
14.2.2012: RG / 6,15 / KAUFEN

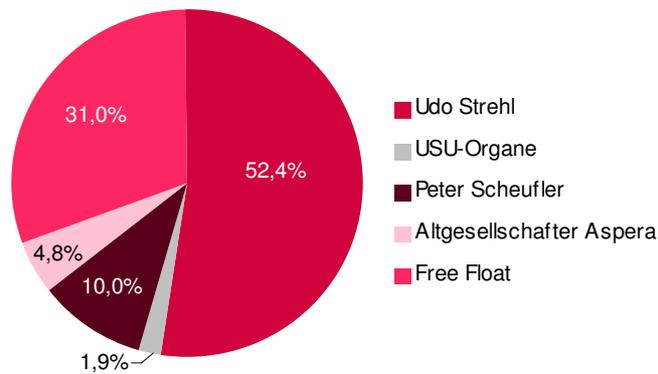
RS = Research Studie; RG = Research Guide;  
\*\* oben aufgeführte Researchstudie kann unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

## Unternehmen

### Aktionärsstruktur

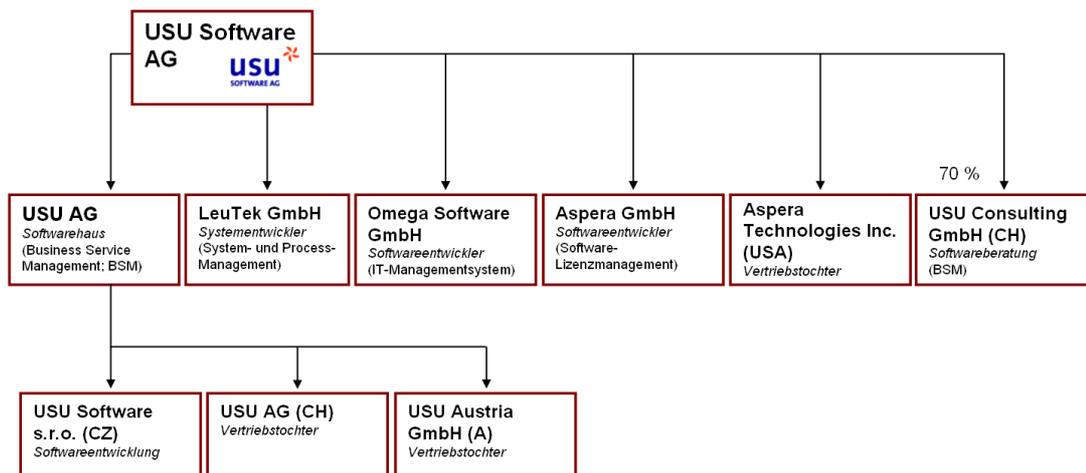
Anteilseigner in %	24.08.2011	16.08.2012
Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung	52,3 %	52,4 %
USU-Organen	1,9 %	1,9 %
Peter Scheufler	11,4 %	10,0 %
eigene Anteile	-	-
Altgesellschafter Aspera GmbH	4,8 %	4,8 %
<b>Streubesitz</b>	<b>29,6 %</b>	<b>31,0 %</b>

#### Aktionärsstruktur zum 16.08.2012



Quelle: USU Software AG

### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG

Gemäß der Unternehmensstrategie, wonach zielgerichtet die Konzernaktivitäten durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe ausgebaut werden sollen, hat die USU Software AG (USU) in den letzten beiden Geschäftsjahren mit der Aspera GmbH und der USU Consulting GmbH zwei weitere Tochtergesellschaften erworben. Zur Stärkung der internationalen Präsenz wurde im laufenden Geschäftsjahr die Vertriebtochter Aspera Technologies Inc. gegründet. Derzeit ist damit die USU Software AG als Konzernobergesellschaft an neun inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt.

## Geschäftsentwicklung Q2 2012 - Umsatz dynamisch, Personalkosten angestiegen

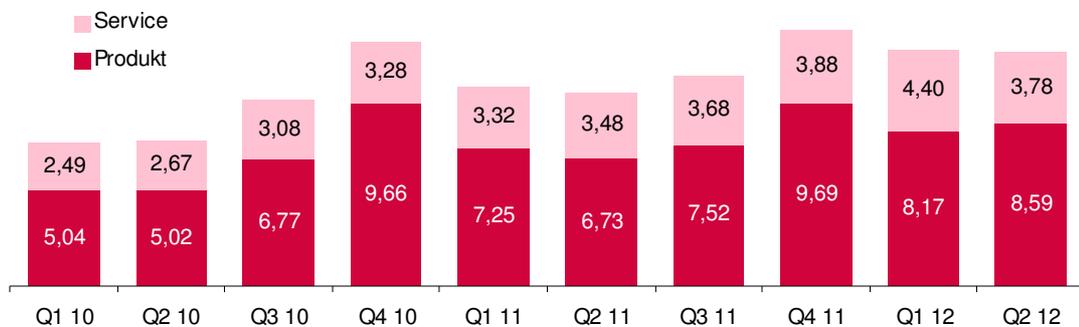
in Mio. €	Q2 2011	Δ 2011/2012	Q2 2012
Umsatzerlöse	10,22	+21,1 %	12,37
Umsatzerlöse - Produkt	6,73	+27,7 %	8,59
Umsatzerlöse - Service	3,48	+8,6 %	3,78

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung - Wesentliche Impulse aus dem Produktgeschäft

Auch das zweite Jahresquartal 2012 war bei der USU von einer fortsetzenden Umsatzdynamik gekennzeichnet. Gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode legten die Umsätze signifikant um +21,1 % auf 12,37 Mio. € (VJ: 10,22 Mio. €) zu. Damit hat die Gesellschaft erneut deutlich das selbst formulierte Ziel eines über dem Marktdurchschnitt liegenden Wachstums übertroffen.

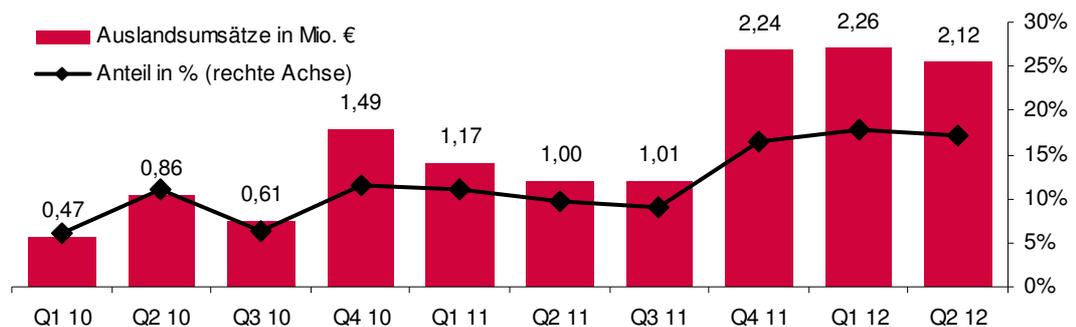
#### Segmentumsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die primären Impulse dieser Entwicklung lieferte das Geschäftssegment „Produkt“, welches gegenüber dem Vorjahr einen Umsatzzuwachs von +27,7 % auf 8,59 Mio. € (VJ: 6,73 Mio. €) verzeichnet hat. Positiv herauszustellen ist dabei der Umstand, dass es der USU auch im saisonal umsatzschwächsten zweiten Quartal gelungen ist, bei den Produktumsätzen zuzulegen. Sowohl Großaufträge (Bundesagentur für Arbeit, Stuttgarter Lebensversicherung a.G. etc.) als auch die solide Entwicklung der internationalen Umsätze (werden hauptsächlich dem Produktbereich zugeordnet) zeichnen sich dafür verantwortlich. Die Auslandsumsätze konnten dabei gegenüber dem Vorjahr auf 2,12 Mio. € (VJ: 1,00 Mio. €) mehr als verdoppelt werden und bewegten sich nun zum dritten Quartal in Folge oberhalb der 2,00 Mio. €-Marke. Auch die von der USU anvisierte Zielgröße eines Auslandsanteils an den Gesamtumsätzen von 15 % wurde im zweiten Quartal mit 17,1 % (VJ: 9,8 %) übertroffen:

#### Internationale Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im Vergleich zum Produktgeschäft fiel das Umsatzwachstum des Servicegeschäftes mit +8,6 % auf 3,78 Mio. € (VJ: 3,48 Mio. €) moderat aus. Zumal im ersten Quartal 2012 mit Umsätzen in Höhe von 4,40 Mio. € ein neuer Rekordwert erzielt wurde. Nach dem Auslauf von Großverträgen hat in diesem Geschäftssegment wieder eine Normalisierung eingesetzt. Analog hierzu gingen auch die Auslastungsquoten zurück.

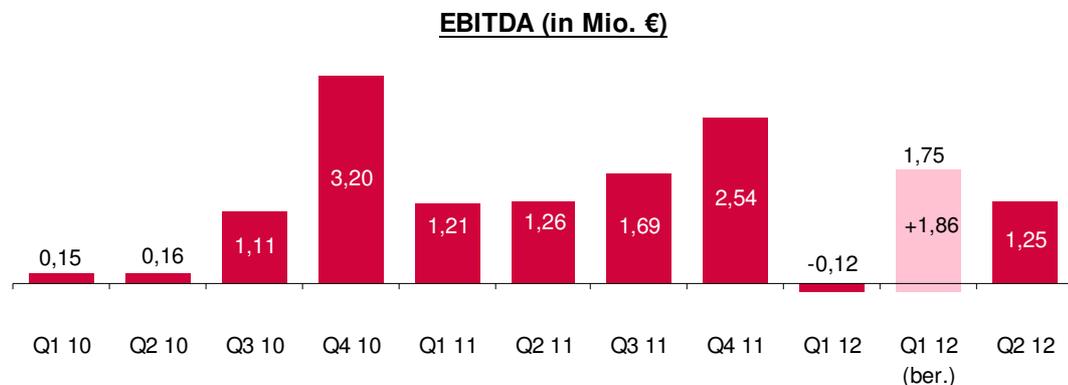
In den ersten beiden Quartalen 2012 setzte die USU insgesamt 24,96 Mio. € (VJ: 20,80 Mio. €) um und erzielte somit gegenüber dem Vorjahr ein Umsatzwachstum von +20,0 %. Gleichzeitig war dies das beste Halbjahr der Unternehmensgeschichte.

#### Ergebnisentwicklung - Personalausbau und Anstieg der Personalkosten

in Mio. €	Q2 2011	Δ 2011/2012	Q2 2012
EBITDA (Marge)	1,26 (12,3 %)	-1,0 %	1,25 (10,1 %)
EBIT (Marge)	0,75 (7,3 %)	+11,6 %	0,84 (6,8 %)
Periodenergebnis	0,42	+11,0 %	0,47
EPS	0,04	-	0,04

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Entgegen der ausgeweiteten Umsatzbasis minderte sich das EBITDA im zweiten Quartal 2012 gegenüber der Vorjahresperiode um -1,0 % auf 1,25 Mio. € (VJ: 1,26 Mio. €). Dies ist eine Folge der um +24,2 % überproportional gesteigerten Kostenbasis auf 11,13 Mio. € (VJ: 8,96 Mio. €). Um die geplante Geschäftsausweitung zu stemmen, hat die USU zusätzliche Berater eingestellt (Mitarbeiterbestand ist gegenüber dem Vorjahr um +11,0 % auf 334 angestiegen). Aufgrund der Einarbeitungsphase der neuen Mitarbeiter konnten diese noch nicht voll abgerechnet werden, was sich in einer geringeren Auslastungsquote niederschlugen hat. Um dies aufzufangen wurden verstärkt freie Mitarbeiter eingesetzt, welche in der Regel kostenintensiver sind. In Summe erhöhten sich die Herstellungskosten des Umsatzes um +30,3 % auf 6,59 Mio. € (VJ: 5,06 Mio. €) und die entsprechende Bruttomarge reduzierte sich im zweiten Quartal auf 46,7 % (VJ: 50,5 %).



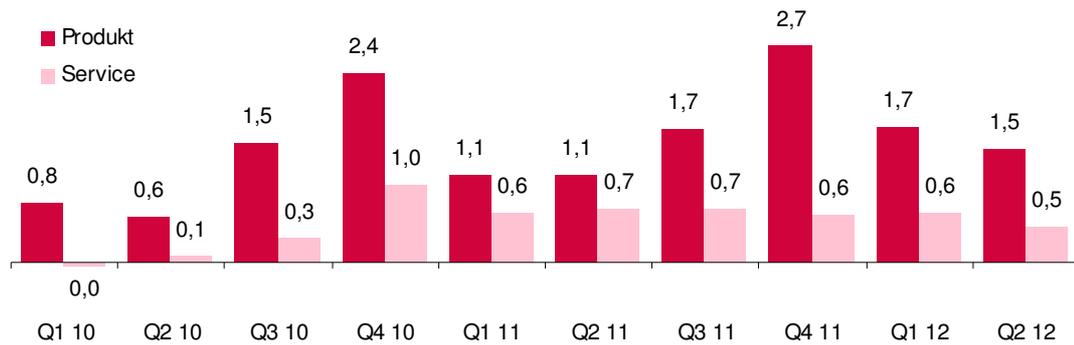
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wie der vorstehenden EBITDA-Grafik zu entnehmen ist, lag das im zweiten Quartal 2012 erreichte Ergebnis trotz der deutlichen Kostenausweitung auf dem Niveau des Vorjahres. Das erste Quartal 2012 lag hingegen mit -0,12 Mio. € deutlich unterhalb des vergleichbaren Vorjahreswertes. Sondereffekte im Zusammenhang mit der vollständigen Übernahme der Aspera GmbH und der damit feststehenden finalen Kaufpreiszahlung hatten zu einem Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen geführt. Der Sondereffekt der mittlerweile abgeschlossenen Transaktion hat das EBITDA des ersten Quartals in Höhe von 1,86 Mio. € belastet. Um diesen Effekt bereinigt hat die USU im ersten Quartal 2012 ein EBITDA in Höhe von 1,75 Mio. € erzielt.

Der erwähnte Rückgang der Auslastungsquoten im Servicebereich findet sich auch in der nach den beiden Segmenten „Produkt“ und „Service“ getrennten EBITDA-Entwicklung wieder. Während das Produktsegment ein gegenüber dem Vorjahr um +31,5 % auf 1,45 Mio. € (VJ: 1,10 Mio. €) gesteigertes EBITDA präsentieren konnte, reduzierte sich das EBITDA im

Servicebereich um -31,6 % auf 0,46 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €).

**EBITDA nach Segmenten (in Mio. €)**



Quelle: USU Software AG; GBC AG

**Ergänzende Information:**

Um eine höhere Transparenz zu gewährleisten, hat die USU Software AG verschiedene Sondereffekte aus der Gewinn- und Verlustrechnung eliminiert, um somit ein bereinigtes Konzernergebnis zu präsentieren. Bei den Bereinigungen handelt es sich vornehmlich um Sondereffekte, die im Zusammenhang mit den vorgenommenen Akquisitionen stehen. Die Eliminierung von sowohl außerplanmäßigen Firmenwertabschreibungen, denen jedoch die Aktivierung latenter Steuern gegenüber steht, als auch der Abschreibungen auf erworbene immaterielle Vermögenswerte, ermöglichen den Ausweis eines Ergebnisses, welches der operativen Entwicklung der USU Software AG näher kommt. Gleichzeitig stellt das bereinigte Konzernergebnis die tatsächlichen Liquiditätsbewegungen besser dar:

Bereinigtes Konzernergebnis		
in Mio. €	1.HJ 2012	1.HJ 2011
<b>EBIT</b>	<b>0,27</b>	<b>1,47</b>
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte (in 2010 inkl. außerplanmäßiger Goodwill-Afa)*	+0,57	+0,78
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	+2,04	0,00
<b>Bereinigtes EBIT</b>	<b>2,88</b>	<b>2,25</b>
Finanzergebnis	-0,14	-0,11
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,92	-0,54
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	0,77	0,13
Minderheitenanteile	-0,01	0,00
<b>Bereinigtes Konzernergebnis</b>	<b>1,89</b>	<b>1,73</b>
<b>Bereinigtes EPS</b>	<b>0,18</b>	<b>0,16</b>

\* grau unterlegte Zeilen stellen die Bereinigungen gegenüber der Konzern GuV dar

Quelle: USU Software AG

## Bilanzielle und finanzielle Situation - Weiterhin sehr komfortable Vermögenslage

in Mio. €	31.12.2011	30.06.2012
Eigenkapital (EK-Quote)	49,91 (71,3 %)	49,13 (74,5 %)
Operatives Anlagevermögen	41,00	40,46
Working Capital	-1,84	-4,32
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	17,63	13,39

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im Wesentlichen war die Vermögenssituation der USU von der im zweiten Quartal erfolgten finalen Kaufpreiszahlung und damit vollständigen Aspera-Übernahme geprägt. Aufgrund des daraus erfolgten Liquiditätsabflusses in Höhe von 8,98 Mio. € und eines dazugehörigen Rückgangs der passivierten restlichen Kaufpreisverbindlichkeiten (6,65 Mio. €), hat sich die Bilanzsumme auf 65,99 Mio. € (31.12.11: 70,05 Mio. €) gemindert.

Daraus folgernd kletterte die Eigenkapitalquote, bei einem nahezu unverändertem Eigenkapital, auf 74,5 % (31.12.2011: 71,3 %). Die liquiden Mittel reduzierten sich hingegen aufgrund der entrichteten finalen Kaufpreiskomponente deutlich von 17,63 Mio. € (31.12.11) auf 13,39 Mio. €. Dieser Rückgang fiel im Verhältnis zur Kaufpreiszahlung von 8,98 Mio. € jedoch aufgrund eines positiven operativen Cashflows in Höhe von 5,07 Mio. € (VJ: 3,95 Mio. €) geringer aus. Damit war die USU in der Lage, den überwiegenden Teil des finalen Aspera-Kaufpreises aus der Innenfinanzierung heraus zu entrichten. Vor dem Hintergrund der im zweiten Halbjahr 2012 erfolgten Dividendenzahlung in Höhe 2,10 Mio. € verfügt die USU damit über einen weiterhin komfortablen Liquiditätsbestand.

## Prognose und Modellannahmen - Ergebnis- und Margenerhöhung durch CA-Deal

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e	GJ 2013e (alt)	GJ 2013e (neu)
Umsatzerlöse	45,60	48,79	52,20	53,40
EBITDA (Marge)	6,70 (14,7%)	5,58 (11,4%)	8,19 (15,7%)	9,15 (17,1 %)
EBIT (Marge)	4,64 (10,2%)	3,53 (7,2%)	6,14 (11,8%)	7,10 (13,3 %)
EBIT (Marge) bereinigt	6,52* (14,3 %)	7,09* (14,5 %)	7,74* (14,8 %)	8,70* (16,3 %)
Jahresüberschuss	3,57	2,53	5,01	5,78
EPS	0,34	0,24	0,48	0,55

Quelle: GBC AG; \*Bereinigung gemäß Vorgehensweise der USU Software AG

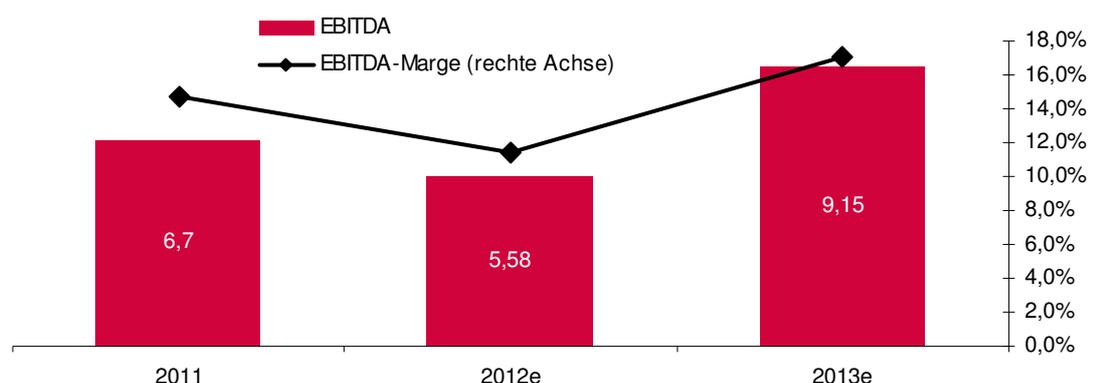
Aufbauend auf der erfolgreichen Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2012 sowie vor dem Hintergrund der Bestätigung der bisherigen Prognose durch die Gesellschaft, haben wir unsere Prognosen für das Gesamtjahr 2012 unverändert belassen.

Auf Segmentebene erwarten wir eine weiterhin positive Entwicklung des Produktgeschäftes. Hier dürfte die Gesellschaft sowohl von bereits gewonnenen Großaufträgen als auch von einer Fortsetzung der internationalen Umsatzdynamik profitieren. Der Auslauf von Großverträgen und die gleichzeitig geringe Auslastungsquote von Mitarbeitern hatte zu einer unterdurchschnittlichen Entwicklung im Servicebereich geführt. Unter der Annahme einer Fortsetzung dieser Entwicklung im laufenden dritten Quartal 2012, haben wir unsere Prognosen trotz der positiven Impulse aus dem Produktbereich, unverändert belassen.

Einen signifikanten Umsatz- und Ergebnisanstieg haben wir in unseren Erwartungen für das Geschäftsjahr 2013 berücksichtigt. Neben den bisherigen Faktoren, wie eine erwartete positive Entwicklung im Produktgeschäft, ein auftragsbedingter Anstieg der Auslastung im Servicebereich sowie eine Fortsetzung der Dynamik des internationalen Geschäftes, ist die jüngst gemeldete weltweite Vertriebspartnerschaft mit dem US-amerikanischen Softwarekonzern CA Technologies ein wichtiger Treiber ab dem Geschäftsjahr 2013.

Im Rahmen dieser mehrjährigen Partnerschaft wird die CA Technologies die Lizenzmanagement-Software SmartTrack von Aspera in das eigene Softwareprodukt integrieren und vertreiben. Es handelt sich dabei um eine Weitergabe von Lizenznutzungsrechten, welche sowohl Lizenz- als auch Wartungserlöse generieren. Die USU erwartet im Rahmen von Garantieverträgen einen jährlichen Ergebnisbeitrag von über einer Million Euro. Da diese Lizenz- und Wartungsergebnisse verhältnismäßig hohen Ergebnismargen entsprechen, rechnen wir mit zusätzlichen Umsätzen in einer Größenordnung von ebenfalls über einer Million €. Unter Berücksichtigung unserer bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen prognostizieren wir für das kommende Geschäftsjahr 2013 Umsatzerlöse in Höhe von 53,40 Mio. € (bisher: 52,20 Mio. €) und ein EBITDA in Höhe von 9,15 Mio. € (bisher: 8,19 Mio. €). Der dazugehörige erwartete EBITDA-Margen-Anstieg reflektiert die hohe Rentabilität der Partnerschaft mit CA Technologies.

**EBITDA (in Mio. €) und EBITDA-Marge (in %)**



Quelle: GBC AG

## Bewertung

### DCF-Bewertung

#### Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2012 und 2013 in Phase 1, erfolgt von 2014 bis 2019 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 16,1 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 20,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

#### Bestimmung der Kapitalkosten

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

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

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

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

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

#### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,91 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2012 entspricht als **Kursziel 7,40 €**.

Damit haben wir das bisherige Kursziel von 6,35 € deutlich angehoben. Zwei wesentliche Faktoren haben sich im Rahmen unseres DCF-Modells bewertungserhöhend ausgewirkt. Auf der einen Seite haben wir das Kursziel zum Ende des Geschäftsjahres 2013 prolongiert (Roll-Over-Effekt). Andererseits hat die erwartete Verbesserung der Ergebnismarge im Rahmen der Partnerschaft mit CA Technologies ebenfalls zu einer Anhebung des fairen Unternehmenswertes geführt.

## USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

### Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	15,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	5,8%		

### dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	
Umsatz (US)	48,79	53,40	54,47	55,56	56,67	57,81	58,96	60,14	
<i>US Veränderung</i>	7,0%	9,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,11	1,14	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	
EBITDA	5,58	9,15	8,74	8,92	9,10	9,28	9,46	9,65	
<i>EBITDA-Marge</i>	11,4%	17,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	16,1%	
EBITA	5,13	8,70	8,26	8,43	8,60	8,77	8,94	9,12	
<i>EBITA-Marge</i>	10,5%	16,3%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,0%
Steuern auf EBITA	-1,55	-1,74	-1,65	-1,69	-1,72	-1,75	-1,79	-1,82	
<i>zu EBITA</i>	30,3%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	3,58	6,96	6,61	6,74	6,88	7,01	7,16	7,30	
Kapitalrendite	9,1%	15,0%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	11,4%
Working Capital (WC)	2,40	3,00	3,13	3,19	3,26	3,32	3,39	3,46	
<i>WC zu Umsatz</i>	4,9%	5,6%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
<i>Investitionen in WC</i>	-4,24	-0,60	-0,13	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	-0,07	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	44,00	47,00	48,00	48,96	49,94	50,94	51,96	53,00	
<i>AFA auf OAV</i>	-0,45	-0,45	-0,48	-0,49	-0,50	-0,51	-0,52	-0,53	
<i>AFA zu OAV</i>	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-3,45	-3,45	-1,48	-1,45	-1,48	-1,51	-1,54	-1,57	
Investiertes Kapital	46,40	50,00	51,13	52,15	53,20	54,26	55,35	56,45	
EBITDA	5,58	9,15	8,74	8,92	9,10	9,28	9,46	9,65	
Steuern auf EBITA	-1,55	-1,74	-1,65	-1,69	-1,72	-1,75	-1,79	-1,82	
Investitionen gesamt	-14,82	-4,05	-1,61	-1,51	-1,54	-1,57	-1,60	-1,64	
<i>Investitionen in OAV</i>	-3,45	-3,45	-1,48	-1,45	-1,48	-1,51	-1,54	-1,57	
<i>Investitionen in WC</i>	-4,24	-0,60	-0,13	-0,06	-0,06	-0,07	-0,07	-0,07	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	-7,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-10,79	3,36	5,48	5,72	5,83	5,95	6,07	6,19	77,09

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	69,61	72,45
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	27,20	26,27
<i>Barwert des Continuing Value</i>	42,41	46,19
Nettoschulden (Net debt)	-4,61	-5,46
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	74,22	77,91
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	74,22	77,91
Ausstehende Aktien in Tsd.	10,524	10,524
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,05	7,40

### Kapitalkostenermittlung :

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,26
Eigenkapitalkosten	8,9%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	0,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	0,0%

WACC **8,9%**

### Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	6,9%	7,9%	8,9%	9,9%	10,9%
9,4%	8,45	7,29	6,47	5,88	5,42
10,4%	9,18	7,86	6,94	6,26	5,74
11,4%	9,92	8,44	7,40	6,64	6,07
12,4%	10,65	9,01	7,87	7,03	6,39
13,4%	11,38	9,59	8,33	7,41	6,71

## Fazit

### Bestes Halbjahr der Unternehmenshistorie, Kursziel erhöht, Rating KAUFEN

Auch das zweite Quartal 2012 stand bei der USU Software AG im Zeichen des Wachstums. Die Gesellschaft profitierte dabei vor allem von den positiven Impulsen des Produktgeschäftes, welches gegenüber dem Vorjahr signifikant um +27,7 % auf 8,59 Mio. € (VJ: 6,73 Mio. €) zugelegt hat. Dies ist einerseits eine Folge von mehreren Großaufträgen (u.a. Bundesagentur für Arbeit, Stuttgarter Lebensversicherung a.G) aber auch von einer unverändert positiven Entwicklung der Auslandsumsätze. Im Vergleich zum Produktgeschäft fiel das Umsatzwachstum des Servicegeschäftes mit +8,6 % auf 3,78 Mio. € (VJ: 3,48 Mio. €) moderat aus. Zumal im ersten Quartal 2012 mit Umsätzen in Höhe von 4,40 Mio. € ein neuer Rekordwert erzielt wurde. Nach dem Ablauf von Großverträgen hat in diesem Geschäftssegment wieder eine Normalisierung eingesetzt. Analog hierzu gingen auch die Auslastungsquoten zurück.

Der erwähnte Rückgang der Auslastungsquoten im Servicebereich findet sich auch in der nach den beiden Segmenten „Produkt“ und „Service“ getrennten EBITDA-Entwicklung wieder. Während das Produktsegment ein gegenüber dem Vorjahr um +31,5 % auf 1,45 Mio. € (VJ: 1,10 Mio. €) gesteigertes EBITDA präsentieren konnte, reduzierte sich das EBITDA im Servicebereich um -31,6 % auf 0,46 Mio. € (VJ: 0,68 Mio. €). In Summe minderte sich das EBITDA im zweiten Quartal 2012 gegenüber der Vorjahresperiode um -1,0 % auf 1,25 Mio. € (VJ: 1,26 Mio. €).

Auf Halbjahresbasis erzielte die USU Software AG ein deutliches Umsatzwachstum von +20,0 % auf 24,96 Mio. € (VJ: 20,81 Mio. €) sowie einen Anstieg des um Einmalbelastungen im Zusammenhang mit dem finalen Aspera-Erwerb bereinigten operativen Ergebnisses (EBIT) von +28,3 % auf 3,17 Mio. € (VJ: 2,47 Mio. €). Auf bereinigter Basis stellt dies das beste Halbjahresergebnis der Unternehmenshistorie dar.

Aufbauend auf der erfolgreichen Geschäftsentwicklung im ersten Halbjahr 2012 sowie vor dem Hintergrund der Bestätigung der bisherigen Prognosen durch die Gesellschaft, haben wir unsere Prognosen für das Gesamtjahr 2012 unverändert belassen.

Auf Segmentebene erwarten wir eine weiterhin positive Entwicklung des Produktgeschäftes. Hier dürfte die Gesellschaft sowohl von bereits gewonnenen Großaufträgen als auch von einer Fortsetzung der internationalen Umsatzdynamik profitieren. Der Auslauf von Großverträgen und die gleichzeitig geringe Auslastungsquote von Mitarbeitern hatte zu einer unterdurchschnittlichen Entwicklung im Servicebereich geführt. Unter der Annahme einer Fortsetzung dieser Entwicklung im laufenden dritten Quartal 2012, haben wir unsere Prognosen, trotz der positiven Impulse aus dem Produktbereich, unverändert belassen.

Einen signifikanten Umsatz- und Ergebnisanstieg haben wir in unseren Erwartungen für das Geschäftsjahr 2013 berücksichtigt. Neben den bisherigen Faktoren, wie eine erwartete positive Entwicklung im Produktgeschäft, ein auftragsbedingter Anstieg der Auslastung im Servicebereich sowie eine Fortsetzung der Dynamik des internationalen Geschäftes, ist die jüngst gemeldete weltweite Vertriebspartnerschaft mit dem US-amerikanischen Softwarekonzern CA Technologies ein wichtiger Treiber ab dem Geschäftsjahr 2013. Im kommenden Geschäftsjahr 2013 rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 53,40 Mio. € und einem dazugehörigen Anstieg des EBITDA auf 9,15 Mio. €.

**Auf Grundlage des aktualisierten DCF-Modells haben wir ein 2013er Kursziel von 7,40 € je Aktie ermittelt. Ausgehend vom aktuellen Kursniveau von 5,43 € ergibt sich ein Kurspotenzial von +38,1 %. Daher bestätigen wir das Rating KAUFEN.**

## Anhang

### §1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

#### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

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

*Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:*

**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>**

**Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:  
**<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

**§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

**§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplitts, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

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

**<http://www.gbc-ag.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>**

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

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

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

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

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige **Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: lindermayr@gbc-ag.de.**

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

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

**Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:**

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**

**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- 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](mailto:office@gbc-ag.de)