



Researchstudie (Update)



**„Q3-Entwicklung im Rahmen der Erwartungen,
Rating unverändert KAUFEN“**

Kursziel: 7,50 €

Rating: Kaufen

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

Kaufen

Kursziel: 7,50

aktueller Kurs: 6,06
8.11.2012 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 63,78
EnterpriseValue³: 46,38
³ 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

Philipp Leipold
leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

USU Software AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business
Mitarbeiter: 355 Stand: 30.9.2012
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	3,56	5,78

* Berechnung gemäß Unternehmenskommunikation

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

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,58	1,02	0,95	0,87
EV/EBITDA	13,00	6,92	8,31	5,07
EV/EBIT	23,22	9,99	13,14	6,53
EV/EBIT (bereinigt)	10,56	7,11	6,54	5,33
KGV	27,16	17,87	17,91	11,04
KBV		1,28		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
14.11.2012: Deutsche Eigenkapitalforum

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
6.11.2012: RG / 7,40 / KAUFEN
17.8.2012: RS / 7,40 / KAUFEN
23.5.2012: RS / 6,35 / KAUFEN
3.4.2012: RS / 6,35 / KAUFEN

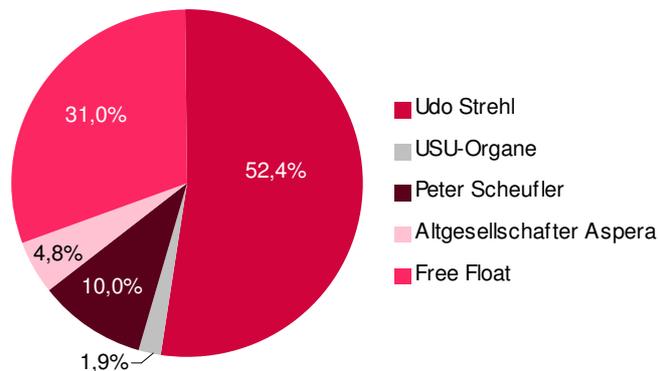
RS = Research Studie; RG = Research Guide;
** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

Aktionärsstruktur

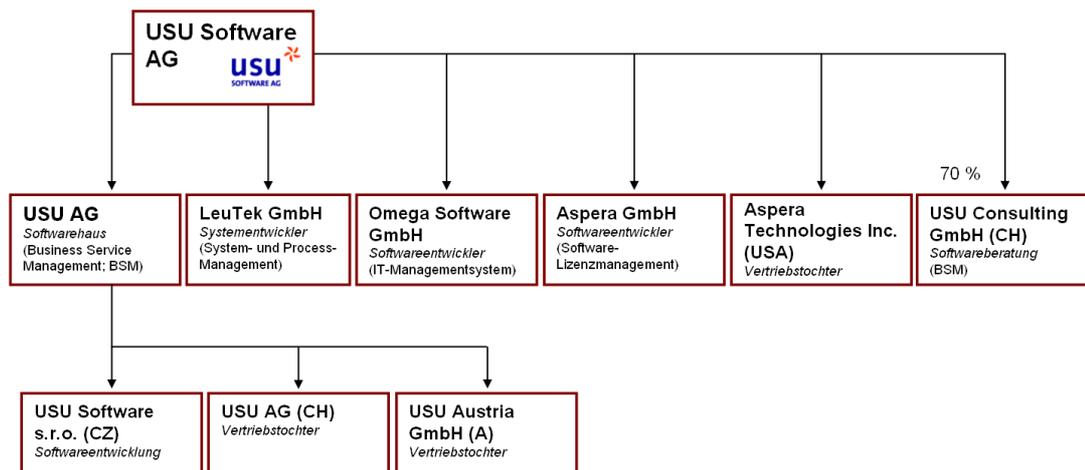
Anteilseigner in %	15.11.2011	09.11.2012
Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung	52,2 %	52,4 %
USU-Organen	1,9 %	1,9 %
Peter Scheufler	11,4 %	10,0 %
eigene Anteile	-	-
Altgesellschafter Aspera GmbH	4,8 %	4,8 %
Streubesitz	29,6 %	31,0 %

Aktionärsstruktur zum 09.11.2012



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 Q3 2012 - Umsatzsteigerung dank starken Auslandswachstums

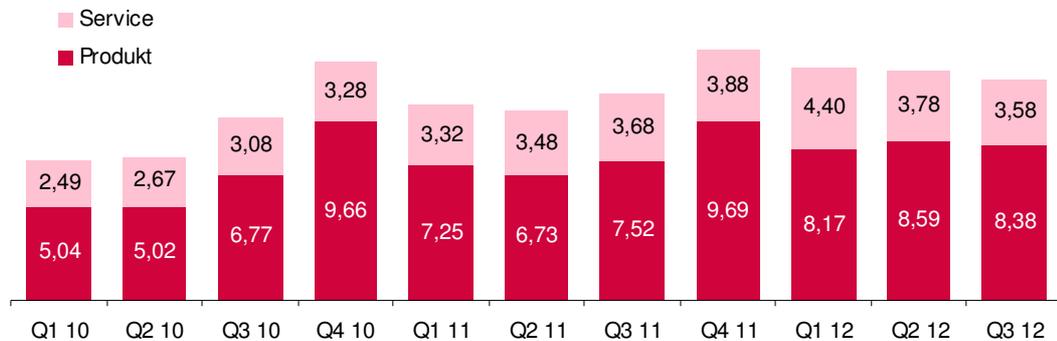
in Mio. €	Q3 2011	Δ 2011/2012	Q3 2012
Umsatzerlöse	11,21	+6,8 %	11,97
Umsatzerlöse - Produkt	7,52	+11,4 %	8,38
Umsatzerlöse - Service	3,68	-2,7 %	3,58

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Produktgeschäft wächst, Servicegeschäft leicht rückläufig

In der nach Segmenten getrennten Umsatzbetrachtung ergibt sich bei der USU Software AG im abgelaufenen Berichtsquartal ein heterogenes Bild. Die Umsätze im Servicebereich waren dabei von auslaufenden Großprojekten, die jedoch durch Folgeprojekte noch nicht ausgeglichen werden konnten, geprägt. Über die letzten Quartale hinweg war der Servicebereich von hohen Kapazitätsauslastungen gekennzeichnet, welche einen reibungslosen Übergang in Nachfolgeprojekte erschwert haben.

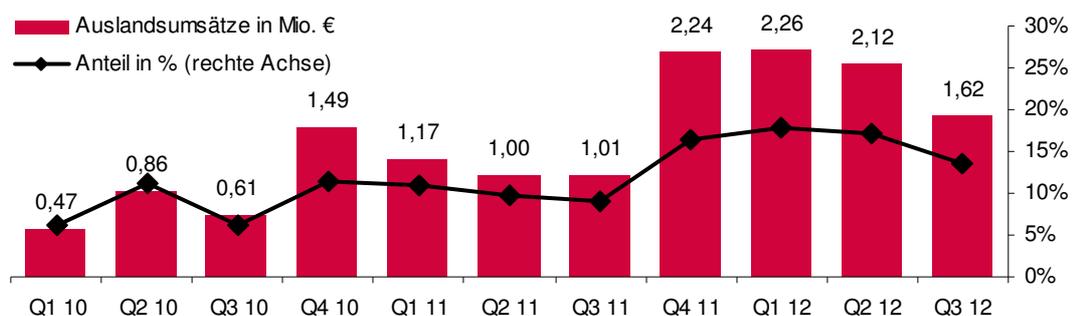
Umsatzerlöse nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Demgegenüber steht jedoch eine weiterhin positive Entwicklung der Produktsätze. Wie schon in den ersten beiden Quartalen des laufenden Geschäftsjahres 2012 konnten diese bei einer fortsetzenden, wenn auch geringeren Wachstumsdynamik, gegenüber der Vorjahresperiode um +11,4 % auf 8,38 Mio. € (VJ: 7,52 Mio. €) ausgebaut werden. Der Rückgang der Wachstumsraten liegt dabei einerseits im Basiseffekt des Vorjahres begründet. Auf der anderen Seite wirkten sich die Vorleistungen im Zusammenhang mit der Partnerschaft mit CA Technologies belastend aus. Dennoch ist die Entwicklung des Produktbereiches, primär aufgrund einer organischen Ausweitung der Lizenz- und Wartungserlöse, positiv verlaufen. Regional gesehen war es besonders das Ausland, dass zu diesem Ergebnis beitrug.

Internationale Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Gegenüber der Vorjahresperiode wurden die Umsätze außerhalb Deutschlands signifikant um +60,7 % auf 1,62 Mio. € (VJ: 1,01 Mio. €) ausgebaut. Damit dürfte die USU Software AG auf Gesamtjahresbasis 2012 die selbstgesteckte Zielgröße eines mindestens 15,0%igen (9 Monate: 16,2 %) Auslandsanteils der Umsätze erreichen.

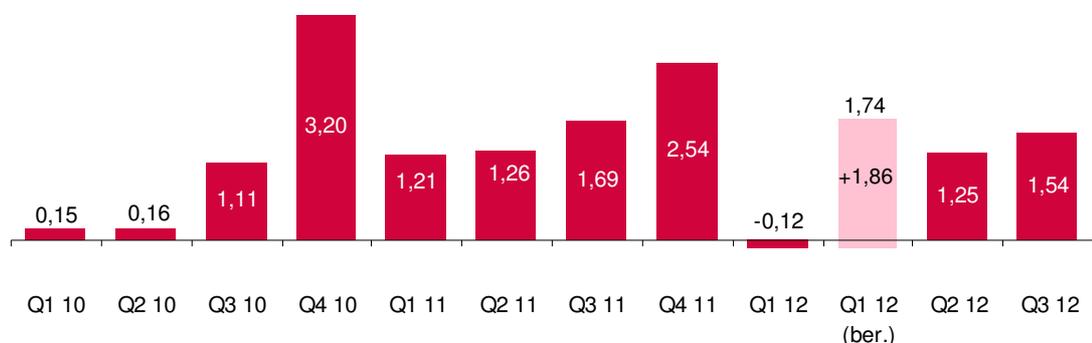
Ergebnisentwicklung - Personalausbau und Anstieg der Personalkosten

in Mio. €	Q3 2011	Δ 2011/2012	Q3 2012
EBITDA (Marge)	1,69 (15,1 %)	-8,8 %	1,54 (12,9 %)
EBIT (Marge)	1,17 (10,4 %)	-5,4 %	1,11 (9,3 %)
Periodenergebnis	0,97	+134,3 %	2,28
EPS	0,09	-	0,22

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Dem Umsatzanstieg in Höhe von +6,8 % steht jedoch ein überproportionaler Anstieg der operativen Kosten in Höhe von +9,6 % auf 10,43 Mio. € (VJ: 9,52 Mio. €) entgegen. Diese Entwicklung wird durch mehrere Faktoren begründet. So hat die USU Software AG im Zuge des planmäßigen Ausbaus der Konzernbelegschaft die Anzahl der Mitarbeiter innerhalb der letzten zwölf Monate von 313 (30.09.2011) auf 355 (hauptsächlich bei der Tochtergesellschaft Aspera) ausgebaut. Ein Personalanstieg dieser Größenordnung geht erfahrungsgemäß mit einem Rückgang der Auslastungsquote einher, da die neuen Mitarbeiter zunächst nicht voll produktiv eingesetzt werden können. Dabei wurden alle Funktionsbereiche der USU Software AG (Beratung und Services, Marketing, Vertrieb, Forschung und Entwicklung) personell verstärkt, was auf sämtlichen Ebenen einen Kostenanstieg der entsprechenden Positionen nach sich gezogen hat. Auch die vorerwähnte Partnerschaft mit CA Technologies hat dabei in Form von Vorinvestitionen in die Produktzusammenführung die operative Kostenentwicklung geprägt.

EBITDA (in Mio. €)

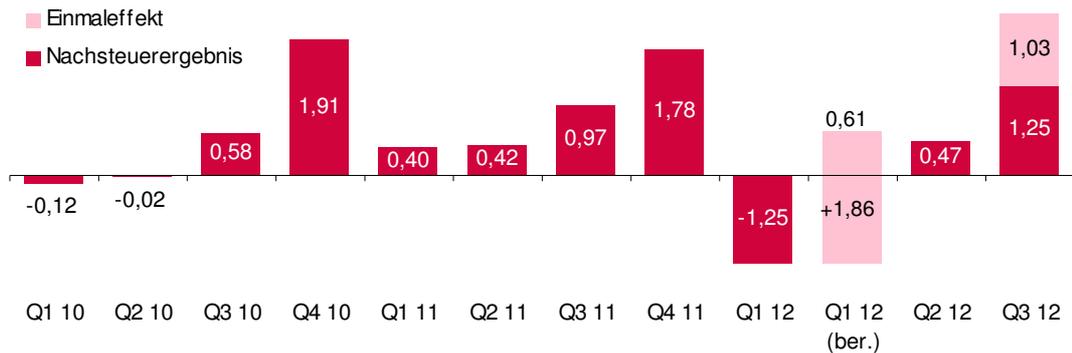


Quelle: USU Software AG; GBC AG

In Summe bedeuten diese Effekte ein Rückgang des EBITDA von 1,69 Mio. € (Q3/11) auf 1,54 Mio. €. Gegenüber den beiden Vorquartalen lässt sich jedoch im Hinblick auf die EBITDA-Entwicklung eine positive Tendenz ersehen. Zurückführen lässt sich dies auf den hohen Ergebnisbeitrag des Produktsegmentes, welcher im abgelaufenen Quartal bei 2,03 Mio. € lag (Q1/12: 1,45 Mio. €; Q2/12: 1,72 Mio. €). Hier profitierte die USU Software AG in erster Linie von Effizienzsteigerungen in diesem Bereich sowie von einem weiterhin hohen Niveau an margenstarken Lizenzerträgen.

Besonders erwähnenswert ist der Umstand, wonach die Gesellschaft im abgelaufenen Quartal einen kumulierten Steuerertrag in Höhe von 1,18 Mio. € vorweist. Nach der im zweiten Quartal 2012 erfolgten vollständigen Übernahme der Tochtergesellschaft Aspera GmbH, wurde auf der USU-Hauptversammlung ein Ergebnisabführungsvertrag mit dieser vereinbart. Im Zusammenhang mit den steuerlichen Verlustvorträgen der USU Software AG ergab sich daraus im Berichtsquartal ein Steuerertrag in Höhe von 1,03 Mio. €. Demzufolge konnte das Periodenergebnis, entgegen des Rückgangs des EBITDA, auf 2,28 Mio. € (VJ: 0,97 Mio. €) deutlich gesteigert werden.

Nachsteuerergebnis (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. €	9M 2012	9M 2011
EBIT	1,38	2,64
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte	+0,86	+1,17
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	+2,23	0,00
Bereinigtes EBIT	4,46	3,80
Finanzergebnis	-0,15	-0,14
Steuern vom Einkommen und Ertrag	+0,26	-0,72
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	-1,15	-0,20
Minderheitenanteile	-0,01	-0,01
Bereinigtes Konzernergebnis	3,42	2,74
Bereinigtes EPS	0,32	0,26

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

Prognosen - Steuereffekt beeinflusst unveränderte Prognosen

in Mio. €	GJ 2011	GJ 2012e (alt)	GJ 2012e (neu)	GJ 2013e
Umsatzerlöse	45,60	48,79	48,79	53,40
EBITDA (Marge)	6,70 (14,7 %)	5,58 (11,4 %)	5,58 (11,4 %)	9,15 (17,1 %)
EBIT (Marge)	4,64 (10,2 %)	3,53 (7,2 %)	3,53 (7,2 %)	7,10 (13,3 %)
EBIT (Marge) bereinigt	6,52* (14,3 %)	7,09* (14,5 %)	7,09* (14,5 %)	8,70* (16,3 %)
Jahresüberschuss	3,57	2,53	3,56	5,78
EPS	0,34	0,24	0,34	0,55

Quelle: GBC AG

Analog zum Unternehmensausblick sind die Prämissen für unsere Prognosen gegenüber unserer letzten Researchstudie (Research vom 21.08.2012) unverändert geblieben. Dementsprechend haben wir unsere Erwartungen für das laufende Geschäftsjahr 2012 sowie für das kommende Geschäftsjahr 2013 im Wesentlichen beibehalten. Die einzige Veränderung unserer Bewertungsparameter ergibt sich aus der Berücksichtigung des in der abgelaufenen Berichtsperiode ausgewiesenen Steuerertrages in Höhe von 1,03 Mio. €.

Der um exakt diesen Betrag angepasste erwartete Jahresüberschuss für das Geschäftsjahr 2012 beläuft sich nun auf 3,56 Mio. € (bisher: 2,53 Mio. €). Demzufolge rechnen wir mit einem Ergebnis je Aktie (EPS) in Höhe von 0,34 € (bisher: 0,24). Die prognostizierten Werte für das kommende Geschäftsjahr 2013 sind als Grundlage der langfristigen Bewertungsparameter für unser DCF-Modell unverändert geblieben.

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 7,50 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 7,40 € leicht angehoben. Diese Anpassung erfolgt dabei lediglich vor dem Hintergrund des im dritten Quartal 2012 erfolgten positiven Steuereffekts in Höhe von 1,03 Mio. € (0,10 € je Aktie).

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	16,1%	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	57,80	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	8,77	8,94	9,12	9,31	9,49	9,68	
<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	8,29	8,46	8,62	8,80	8,97	9,15	
<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	-0,55	-1,74	-1,66	-1,69	-1,72	-1,76	-1,79	-1,83	
<i>zu EBITA</i>	1,9%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	4,58	6,96	6,63	6,76	6,90	7,04	7,18	7,32	
Kapitalrendite	11,7%	15,0%	13,3%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	13,2%	11,4%
Working Capital (WC)	2,40	3,00	3,16	3,22	3,29	3,35	3,42	3,49	
<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	-0,16	-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	51,16	52,18	53,23	54,29	55,38	56,48	
EBITDA	5,58	9,15	8,77	8,94	9,12	9,31	9,49	9,68	
Steuern auf EBITA	-0,55	-1,74	-1,66	-1,69	-1,72	-1,76	-1,79	-1,83	
Investitionen gesamt	-14,82	-4,05	-1,64	-1,51	-1,54	-1,57	-1,61	-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	-0,16	-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	-9,79	3,36	5,47	5,74	5,86	5,97	6,09	6,21	77,08

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	69,67	72,52
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	27,27	26,34
<i>Barwert des Continuing Value</i>	42,40	46,18
Nettoschulden (Net debt)	-5,61	-6,46
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	75,28	78,98
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	75,28	78,98
Ausstehende Aktien in Tsd.	10,524	10,524
Fairer Wert der Aktie in EUR	7,15	7,50

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				
	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
9,4%	7,39	6,95	6,57	6,25	5,98
10,4%	7,96	7,46	7,04	6,68	6,36
11,4%	8,54	7,98	7,50	7,10	6,75
12,4%	9,11	8,49	7,97	7,52	7,13
13,4%	9,69	9,01	8,43	7,94	7,51

Fazit

Q3-Entwicklung im Rahmen der Erwartungen, Rating unverändert KAUFEN

Das dritte Quartal 2012 reiht sich bei der USU Software AG in der bisherigen unterjährigen Unternehmensentwicklung ein. Mit einem Umsatzwachstum von +6,8 % auf 11,97 Mio. € (VJ: 11,21 Mio. €) war dabei die Gesellschaft erneut in der Lage stärker als das Branchenumfeld zu wachsen.

Die wesentlichen Impulse für diese Entwicklung lieferte in der abgelaufenen Berichtsperiode erneut das Produktgeschäft, dessen Umsätze um +11,4 % auf 8,38 Mio. € (VJ: 7,52 Mio. €) gesteigert werden konnten. In dieser Entwicklung findet sich primär die organische Ausweitung der Lizenz- und Wartungserlöse im In- und vor allem im Ausland wieder. Im Gegenzug hierzu wirkten sich die Vorleistungen im Zusammenhang mit der Partnerschaft mit CA Technologies belastend aus, so dass in diesem Segment auch höhere Wachstumsraten möglich gewesen wären.

Die Umsätze im Servicebereich waren dabei von auslaufenden Großprojekten, die jedoch durch Folgeprojekte noch nicht ausgeglichen werden konnten, geprägt. Über die letzten Quartale hinweg war der Servicebereich von hohen Kapazitätsauslastungen gekennzeichnet, welche die Annahme von Nachfolgeaufträgen erschwert haben. Hier minderten sich die Umsatzerlöse um -2,7 % auf 3,58 Mio. € (VJ: 3,68 Mio. €).

Bei einem überproportionalen Anstieg der operativen Kosten (Personalausweitung innerhalb der letzten zwölf Monate von 313 auf 355 Mitarbeiter) profitierte das operative Ergebnis (EBITDA) nicht von der positiven Umsatzentwicklung. Dementsprechend verzeichnete das EBITDA einen leichten Rückgang von 1,69 Mio. € (Q3/11) auf 1,54 Mio. €. Gegenüber den beiden Vorquartalen lässt sich jedoch im Hinblick auf die EBITDA-Entwicklung eine positive Tendenz ersehen.

Besonders erwähnenswert ist der Umstand, wonach die Gesellschaft im abgelaufenen Quartal einen kumulierten Steuerertrag in Höhe von 1,18 Mio. € vorweist. Nach der im zweiten Quartal 2012 erfolgten vollständigen Übernahme der Tochtergesellschaft Aspera GmbH, wurde auf der USU-Hauptversammlung ein Ergebnisabführungsvertrag mit dieser vereinbart. Im Zusammenhang mit den steuerlichen Verlustvorträgen der USU Software AG ergab sich daraus im Berichtsquartal ein Steuerertrag in Höhe von 1,03 Mio. €. Demzufolge konnte das Periodenergebnis, entgegen des Rückgangs des EBITDA, auf 2,28 Mio. € (VJ: 0,97 Mio. €) deutlich gesteigert werden.

Wir haben die sonst unveränderten Prognosen für das Geschäftsjahr 2012 um exakt diesen Steuerertrag angepasst. Der angepasste erwartete Jahresüberschuss für das Geschäftsjahr 2012 beläuft sich nun auf 3,56 Mio. € (bisher: 2,53 Mio. €). Demzufolge rechnen wir mit einem Ergebnis je Aktie (EPS) in Höhe von 0,34 € (bisher: 0,24). Die prognostizierten Werte für das kommende Geschäftsjahr 2013 sind als Grundlage der langfristigen Bewertungsparameter für unser DCF-Modell unverändert geblieben.

Auf Grundlage des aktualisierten DCF-Modells haben wir ein 2013er Kursziel von 7,50 € je Aktie ermittelt. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 7,40 € leicht angehoben. Diese Anpassung erfolgt dabei lediglich vor dem Hintergrund des im dritten Quartal 2012 erfolgten positiven Steuereffekts in Höhe von 1,03 Mio. € (0,10 € je Aktie). Ausgehend vom aktuellen Kursniveau von 6,06 € ergibt sich damit weiterhin ein attraktives Kurspotenzial. 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-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 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



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