



Researchstudie (Update)



**„Deutliche Umsatz- und Ergebnisverbesserung im
2.Halbjahr erwartet; Weiteres Kurspotenzial vorhanden“**

Kursziel: 11,20 €

Rating: Kaufen

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

Kaufen

Kursziel: 11,20

aktueller Kurs: 8,08
26.08.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 85,03
EnterpriseValue³: 71,82
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 13

USU Software AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business
Mitarbeiter: 436 Stand: 30.6.2013
Gründung: 1977
Firmensitz: Möglingen
Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben ganzheitliche Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen im Bereich „Business Service Management“ für den effizienten und kostenoptimalen Einsatz der IT-Infrastruktur eines Unternehmens sowie im Bereich „Knowledge Solutions“ zur Optimierung wissensintensiver Geschäftsprozesse. Darüber hinaus bietet die Gruppe im Bereich „Business Solutions“ Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten sowie individuelle Anwendungsentwicklung an. USU-Kunden erzielen neben einer hohen Serviceverbesserung auch enorme Einsparpotenziale, so dass sich die Investitionen in die Softwarelösungen der USU-Gruppe in sehr kurzer Zeit amortisieren und insofern eine Win-Win-Situation zwischen USU und ihren Kunden entsteht. Entsprechend zählen inzwischen über 500 Unternehmen aus allen Bereichen der Wirtschaft, insbesondere aber aus den IT-intensiven Branchen wie Versicherungen und Banken, zum Kundenkreis der USU-Gruppe, wie beispielsweise Allianz, BASF, BOSCH, BMW, DEVK, EDEKA, Generali, Hannover Rück, HDI Gerling, Jacobs Engineering, LVM, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	51,23	59,94	68,94	76,94
EBITDA	5,27	9,17	10,75	12,27
EBIT	3,53	6,68	8,60	10,11
EBIT (bereinigt)	7,07*	8,99*	10,59*	12,10*
Jahresüberschuss	4,83	5,40	6,64	8,15

* Berechnung gemäß Unternehmenskommunikation

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,46	0,51	0,63	0,77
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,30	0,68

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,40	1,20	1,04	0,93
EV/EBITDA	13,63	7,83	6,68	5,85
EV/EBIT	20,35	10,75	8,35	7,10
EV/EBIT (bereinigt)	10,16	7,99	6,78	5,94
KGV	17,61	15,75	12,81	10,43
KBV	1,63			

Finanztermine:

Datum: Ereignis
05.09.2013: 3. ZKK
11.11.2013: Deutsche Eigenkapitalforum
11.11.2013: Veröffentlichung 9M-Bericht

****letztes Research von GBC:**

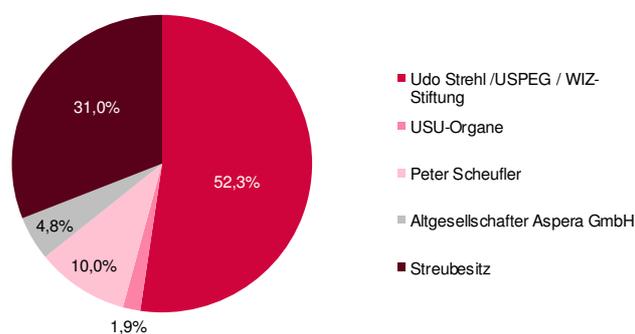
Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating
17.7.2013: RG / 10,60 / KAUFEN
27.5.2013: RS / 10,60 / KAUFEN
8.4.2013: RS / 10,60 / KAUFEN
12.2.2013: RG / 8,50 / KAUFEN

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

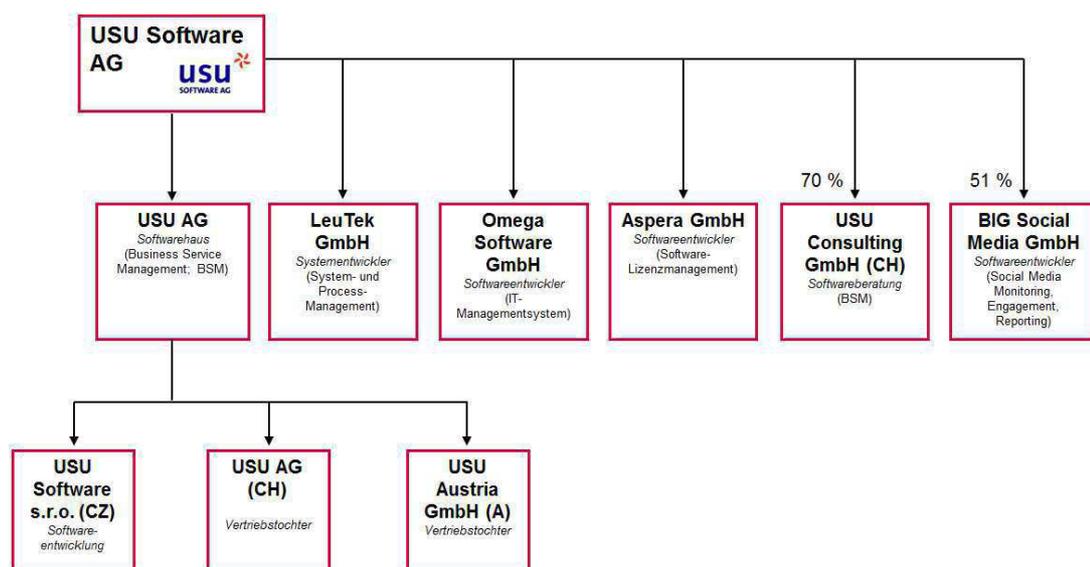
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	22.08.2013
Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung	52,3 %
USU-Organen	1,9 %
Peter Scheufler	10,0 %
Altgesellschafter Aspera GmbH	4,8 %
Streubesitz	31,0 %



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 mit Wirkung zum Januar 2013 mehrheitlich die BIG Social Media GmbH übernommen. Derzeit ist damit die USU Software AG als Konzernobergesellschaft an neun inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt.

Geschäftsentwicklung Q2 2013 - Solide Umsätze, Kostenbasis angestiegen

in Mio. €	Q2 2012	Δ 2012/2013	Q2 2013
Umsatzerlöse	12,37	-0,6 %	12,30
Umsatzerlöse - Produkt	8,59	+7,1 %	9,21
Umsatzerlöse - Service	3,77	-18,5 %	3,08

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Produktgeschäft positiv, Service noch auf niedrigem Niveau

Erwartungsgemäß lagen bei der USU Software AG die im zweiten Quartal 2013 erzielten Umsätze in Höhe von 12,30 Mio. € mit -0,6 % marginal unterhalb des vergleichbaren Vorjahreszeitraums (VJ: 12,37 Mio. €). Wie bereits im ersten Quartal des laufenden Geschäftsjahres, zeichnete sich eine relative Umsatzschwäche des Service-Segments für diese Entwicklung verantwortlich. Während die Produktumsätze um +7,1 % auf 9,21 Mio. € (VJ: 8,59 Mio. €) ausgebaut wurden, verringerten sich die Service-Umsätze um -18,5 % auf 3,08 Mio. € (VJ: 3,77 Mio. €). Mehrere Großprojekte im Service-Segment, für die noch kein entsprechendes Neugeschäft generiert werden konnte, liefen zum Geschäftsjahresende 2012 sowie im ersten Quartal 2013 aus.

Der Produktbereich hingegen profitierte in erster Linie von der im ersten Quartal 2013 erfolgten Konsolidierung der neuen Konzerntochter BIG Social Media GmbH, welche im laufenden Geschäftsjahr erstmalige Umsatzbeiträge generiert hat.

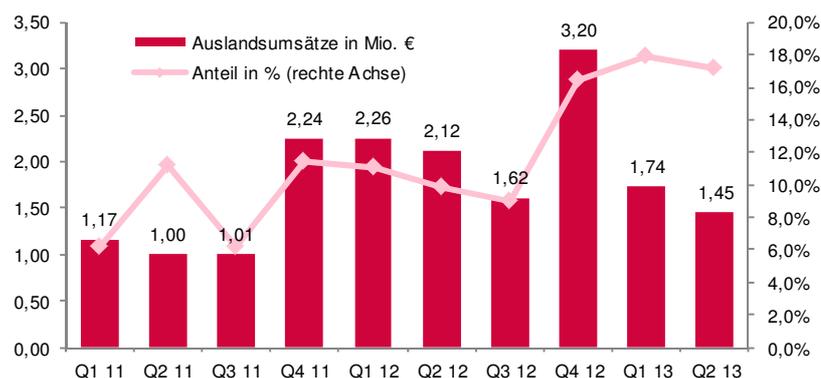
Segmentaufteilung der Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die in der vorstehenden Darstellung vorgenommene Segmentaufteilung der Umsatzentwicklung verdeutlicht die heterogene Entwicklung der beiden Geschäftsbereiche. Gleichzeitig wird insbesondere anhand des Produktgeschäftes der saisonal typische Umsatzverlauf ersichtlich, wonach im zweiten Halbjahr der Großteil der Umsatzerlöse erwirtschaftet wird. Dieses saisonale Muster dürfte sich im laufenden Geschäftsjahr in einer stärker ausgeprägten Form (siehe Prognosen und Modellannahmen) wiederholen.

Internationale Umsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Darüber hinaus erwähnenswert sind die vorbereitenden Maßnahmen und die damit zusammenhängende Ressourcenbindung im Zuge der Partnerschaft mit CA Technologies, wodurch das Auslandsgeschäft beeinflusst wurde. Nachdem das erste Quartal 2013 bereits von rückläufigen internationalen Umsätzen geprägt war, hat sich dieser Trend im zweiten Jahresquartal verstärkt. Das erreichte Umsatzniveau von 1,45 Mio. € entspricht gegenüber dem Vorjahresquartal einem Rückgang von -31,4 % (VJ: 2,12 Mio. €). Die entsprechende, auf den Umsatz bezogene Auslandsquote, minderte sich demzufolge von 17,1 % (Q2/12) auf 11,8 %.

Auf Basis des ersten Halbjahres 2013 verringerten sich die Gesamtumsätze um -1,3 % auf 24,64 Mio. € (VJ: 24,96 Mio. €), wobei die Produktumsätze um +7,9 % auf 18,09 Mio. € (VJ: 16,77 Mio. €) zugelegt haben. Im Gegensatz dazu minderten sich die Serviceumsätze um -20,2 % auf 6,53 Mio. € (VJ: 8,18 Mio. €).

Ergebnisentwicklung - Kostenanstieg im Personal- und Entwicklungsbereich

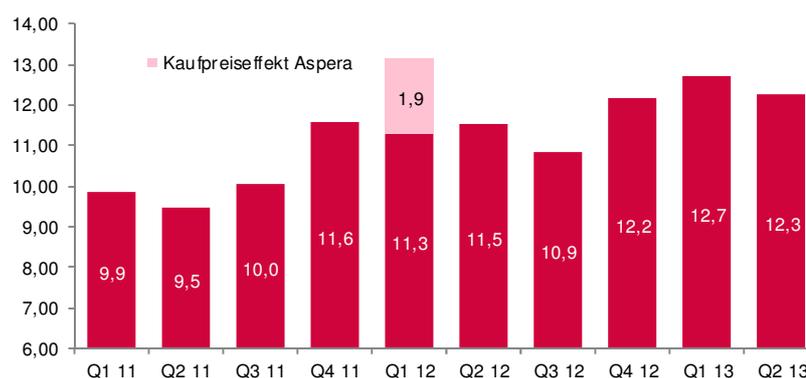
in Mio. €	Q2 2012	Δ 2012/2013	Q2 2013
EBITDA	1,25	-68,1 %	0,40
EBIT	0,84	-96,3 %	0,03
Periodenergebnis	0,47	neg.	-0,12
EPS	0,04	neg.	-0,01

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Gemessen am absoluten Umsatzrückgang in Höhe von 0,07 Mio. € fiel der Rückgang des operativen Ergebnisses (auf EBIT-Basis) um -0,81 Mio. € überproportional stark aus. Dieser Rückgang in Höhe von -96,3 % auf 0,03 Mio. € (VJ: 0,84 Mio. €) ist als Folge der mittelfristigen Wachstumsstrategie der USU Software AG zu verstehen, wodurch sich die Kostenbasis erweitert hat. Speziell dafür verantwortlich ist der Ausbau des Personalstamms auf 436 (VJ: 334), welcher sowohl in einer zielgerichteten Gewinnung neuer Mitarbeiter (ca. 60 neue Mitarbeiter) als auch in der BIG-Akquisition (ca. 40 neue Mitarbeiter) begründet liegt.

Darüber hinaus wurden die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten im Rahmen von Produktneuentwicklungen sowie aufgrund der finalen Softwarezusammenführung mit dem Partner CA Technologies forciert. In Summe führten diese Maßnahmen zu einem operativen Kostenanstieg um 0,73 Mio. € auf 12,27 Mio. € (VJ: 11,54 Mio. €), was den überwiegenden Teil des EBIT-Rückgangs erklärt.

Operative Kosten (in Mio. €)

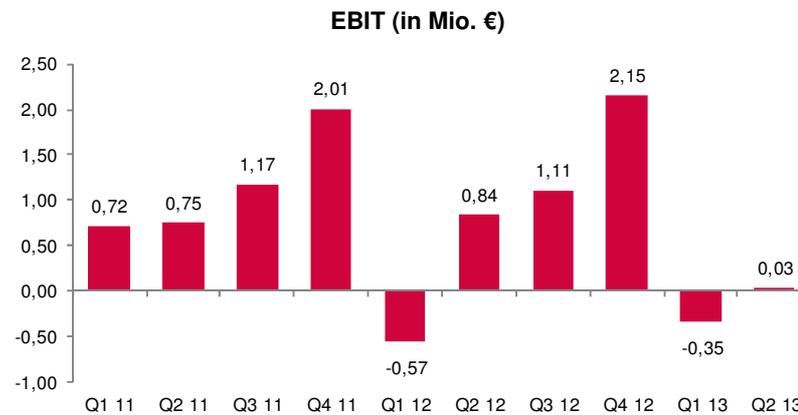


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf Basis der ersten sechs Monate 2013 minderte sich das operative Ergebnis von 0,27 Mio. € (1.HJ/12) auf -0,32 Mio. €. In dieser Entwicklung werden die genannten kostenbelastenden Effekte noch deutlicher sichtbar, zumal der Vorjahreswert einen außerordentlichen negativen Effekt im Zusammenhang mit der finalen Aspera-Kaufpreiszahlung in Höhe von 1,86 Mio. € enthält.

Das saisonale Muster bei der USU Software AG wird besonders gut anhand der operativen

Ergebnisentwicklung sichtbar, wenngleich die ersten beiden Quartale 2013 von den genannten Effekten besonders belastet waren. Im Zuge steigender Umsätze (siehe Prognosen und Modellannahmen) sowie erwarteter erster Ergebnisbeiträge der neuen Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH dürfte sich der saisontypische Verlauf im laufenden Geschäftsjahr 2013 verstärken.



Quelle: USU Software AG; GBC AG

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 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.

Bereinigtes Konzernergebnis		
in Mio. €	Q2 2012	Q2 2013
EBIT	0,83	0,03
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte	+0,29	+0,19
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	+0,08	0,00
Bereinigtes EBIT	1,20	0,22
Finanzergebnis	-0,02	-0,05
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,35	-0,12
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	0,04	0,00
Minderheitenanteile	0,01	-0,02
Bereinigtes Konzernergebnis	0,89	0,03
Bereinigtes EPS	0,08	0,00

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

Quelle: USU Software AG

Bilanzielle Situation zum 30.06.2013 - Weiterhin sehr solide Relationen

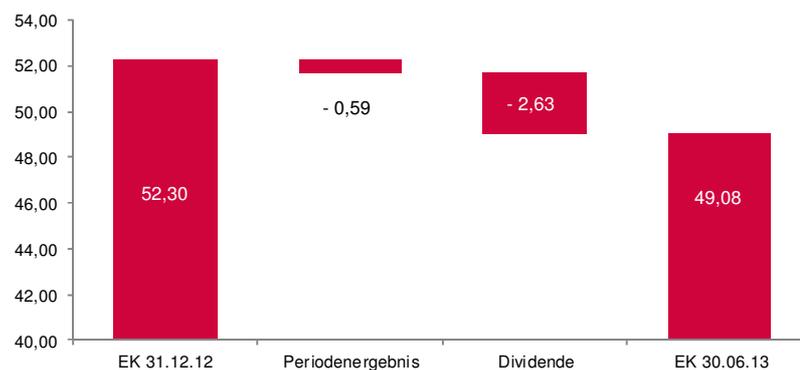
in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	30.06.2013
Eigenkapital (EK-Quote)	49,91 (71,3 %)	52,30 (78,4 %)	49,08 (63,5 %)
Operatives Anlagevermögen	41,00	40,01	48,76
Working Capital	-1,84	-0,92	-5,71
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	17,63	11,41	12,84

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die im ersten Quartal 2013 erfolgte BIG-Übernahme hat einen maßgeblichen Einfluss auf die Veränderung der Bilanzstruktur der USU Software AG. Einerseits bewirkte der Unternehmenserwerb eine Ausweitung der Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill) auf 41,45 Mio. € (31.12.12: 32,40 Mio. €). Da eine abschließende Identifikation der Vermögenswerte der BIG Social Media GmbH noch nicht erfolgt ist, wurde der Unterschied zwischen Buchwert und beizulegendem Zeitwert komplett dem Goodwill zugerechnet.

Die aus der BIG-Übernahme resultierende Ausweitung der Bilanzsumme auf 77,32 Mio. € (31.12.12: 66,72 Mio. €) wird auf der Passivseite durch einen Anstieg der Kaufpreisverbindlichkeiten auf 8,22 Mio. € (31.12.12: 0,00 Mio. €) repräsentiert. Der Anstieg der Bilanzsumme führte in Verbindung mit einem rückläufigen Eigenkapital auf 49,08 Mio. € (31.12.12: 52,30 Mio. €) zu einer Reduktion der entsprechenden EK-Quote auf 63,5 % (31.12.12: 78,4 %). Die Veränderung des Eigenkapitals setzt sich folgendermaßen zusammen:

Veränderung Eigenkapital (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Weiterhin sind die Bilanzrelationen der Gesellschaft als sehr solide zu bezeichnen. Neben der genannten überdurchschnittlichen Eigenkapitalquote von 63,5 % verfügt die Gesellschaft über einen Liquiditätsbestand von 12,84 Mio. € (31.12.12: 11,41 Mio. €). Ein wichtiger Aspekt der Liquiditätsentwicklung sind die Vorauszahlungen (Garantieabnahmen) im Rahmen der Partnerschaft mit CA Technologies. Hauptsächlich führten diese zu einem Anstieg der Bilanzposition „Verbindlichkeiten aus erhaltenen Anzahlungen“ auf 6,05 Mio. € (31.12.12: 2,48 Mio. €) und einer entsprechenden Minderung des Working Capitals.

Veränderung Liquidität (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Deutliche Verbesserung im 2. Halbjahr erwartet

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	51,23	59,94	68,94	76,94
EBITDA (Marge)	5,27 (10,3 %)	9,17 (15,3 %)	10,75 (15,6 %)	12,27 (15,9 %)
EBIT (Marge)	3,53 (6,9 %)	6,98 (11,7 %)	8,60 (12,5 %)	10,11 (13,1 %)
Jahresüberschuss	4,83	5,40	6,64	8,15
EPS	0,46	0,51	0,63	0,77

Quelle: GBC AG

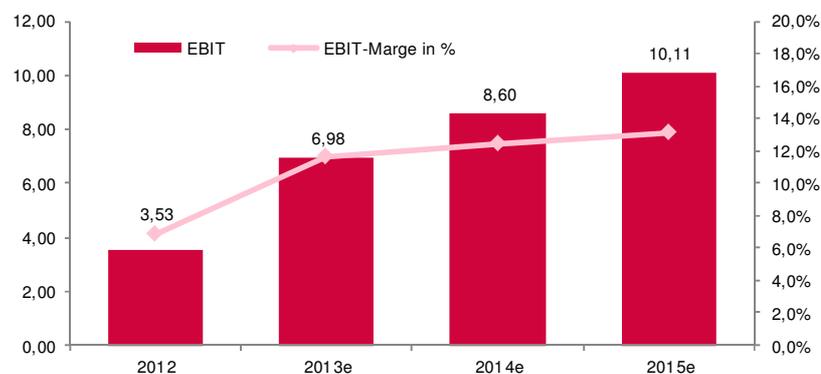
Mit der Veröffentlichung der Halbjahreszahlen 2013 hat die USU Software AG die bisherigen Prognosen erneuert. Auf Gesamtjahresbasis wird demnach weiterhin ein Umsatzniveau in Höhe von mindestens 58,00 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von über 8,00 Mio. € in Aussicht gestellt.

Die erwartete überdurchschnittliche Entwicklung im zweiten Halbjahr 2013 begründet sich einerseits in den zahlreichen Produktneuentwicklungen, wodurch das margenstarke Produktgeschäft einen weiterhin wichtigen Beitrag zum organischen Wachstum leisten sollte. Darüber hinaus geht die USU Software AG von einer Normalisierung im Servicesegment aus. Ein sehr wichtiger Treiber für die künftige Umsatzentwicklung ist zudem die Partnerschaft mit CA Technologies, für die bereits die technologische Basis (Softwarezusammenführung) gelegt wurde. Nennenswerte erste Umsatzbeiträge werden aus dieser Partnerschaft für das zweite Halbjahr 2013 erwartet. Gleichermäßen dürfte die im ersten Quartal 2013 erworbene BIG Social Media GmbH signifikante Umsatz- und Ergebnisbeiträge steuern.

Die genannten Gründe sowie die Bestätigung der bisherigen Planungen nehmen wir zum Anlass und erneuern unsere bisherigen Prognosen. Die von der USU Software AG ausformulierte und veröffentlichte Mittelfristplanung, wonach umsatzseitig in den nächsten fünf Jahren die 100 Mio. €-Marke überschritten werden soll, haben wir ebenfalls berücksichtigt. Jedoch gehen wir, vor dem Hintergrund einer konservativen Herangehensweise, von einer geringeren mittelfristigen Umsatzdynamik aus.

Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen den Umstand, wonach das Unternehmenswachstum primär aus dem margenstarken Produktsegment stammen sollte. Dementsprechend rechnen wir mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung und somit mit einem Anstieg der Ergebnismargen. Zugleich berücksichtigen wir weitere akquisitorische Einflüsse (Finalisierung der Kaufpreisallokation von BIG Social Media GmbH), wie etwa eine Zunahme der Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte. Insgesamt aber dürften sich die Ergebnisbelastungen in Grenzen halten, so dass wir EBIT-Margenniveaus von über 10,0 % als sehr realistisch erachten:

EBIT-Prognose (in Mio. €)



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 2013, 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2020 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 11,20 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 10,60 € deutlich angehoben. Bei unveränderten Prämissen wirkt sich lediglich ein so genannter Roll-Over-Effekt kurzzielerhöhend aus. Dieser Effekt ist eine Folge der Prolongation des Kursziels auf das Ende des Geschäftsjahres 2014.

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	14,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	4,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz (US)	59,94	68,94	76,94	78,48	80,05	81,65	83,28	84,95	
US Veränderung	17,0%	15,0%	11,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,39	1,65	1,67	1,74	1,82	1,88	1,94	2,00	
EBITDA	9,17	10,75	12,27	12,56	12,81	13,06	13,32	13,59	
EBITDA-Marge	15,3%	15,6%	15,9%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	6,98	8,60	10,11	10,71	11,00	11,30	11,58	11,87	
EBITA-Marge	11,6%	12,5%	13,1%	13,7%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%	14,0%
Steuern auf EBITA	-1,40	-1,72	-2,02	-2,14	-2,20	-2,26	-2,32	-2,37	
zu EBITA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	5,58	6,88	8,08	8,57	8,80	9,04	9,27	9,50	
Kapitalrendite	14,3%	16,0%	18,5%	17,3%	18,0%	18,9%	19,5%	20,2%	18,2%
Working Capital (WC)	0,00	2,00	3,50	3,81	3,89	3,97	4,05	4,13	
WC zu Umsatz	0,0%	2,9%	4,5%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
Investitionen in WC	-0,92	-2,00	-1,50	-0,31	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	43,04	41,69	46,11	45,06	44,00	43,50	43,00	42,50	
AFA auf OAV	-2,19	-2,15	-2,16	-1,84	-1,80	-1,76	-1,74	-1,72	
AFA zu OAV	5,1%	5,2%	4,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Investitionen in OAV	-5,22	-0,80	-6,58	-0,80	-0,74	-1,26	-1,24	-1,22	
Investiertes Kapital	43,04	43,69	49,61	48,87	47,89	47,47	47,05	46,63	
EBITDA	9,17	10,75	12,27	12,56	12,81	13,06	13,32	13,59	
Steuern auf EBITA	-1,40	-1,72	-2,02	-2,14	-2,20	-2,26	-2,32	-2,37	
Investitionen gesamt	-6,14	-2,80	-8,08	-1,11	-0,82	-1,34	-1,32	-1,30	
Investitionen in OAV	-5,22	-0,80	-6,58	-0,80	-0,74	-1,26	-1,24	-1,22	
Investitionen in WC	-0,92	-2,00	-1,50	-0,31	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,63	6,23	2,17	9,30	9,79	9,47	9,69	9,92	109,49

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	99,36	101,99
Barwert expliziter FCFs	39,14	36,39
Barwert des Continuing Value	60,23	65,60
Nettoschulden (Net debt)	-12,23	-15,91
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	111,59	117,90
Fremde Gewinnanteile	-0,01	-0,01
Wert des Aktienkapitals	111,58	117,89
Ausstehende Aktien in Tsd.	10,524	10,524
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,60	11,20

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	2,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,26
Eigenkapitalkosten	8,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	0,0%
Zielgewichtung	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%
14,2%	12,36	10,77	9,67	8,85	8,24
16,2%	13,56	11,72	10,43	9,49	8,77
18,2%	14,77	12,67	11,20	10,12	9,30
20,2%	15,98	13,62	11,97	10,76	9,84
22,2%	17,18	14,57	12,74	11,39	10,37

Fazit

Prognosen weiterhin erreichbar; Kursziel von 11,20 € ermittelt; Rating KAUFEN

Erwartungsgemäß hat die USU Software AG mit Vorlage der Halbjahreszahlen 2013 eine leicht rückläufige Umsatzentwicklung ausgewiesen. In der isolierten Betrachtung des zweiten Quartals 2013 lag der Umsatzrückgang bei -0,6 % auf 12,30 Mio. € (Q2/12: 12,37 Mio. €). Hauptverantwortlich hierfür zeichnete sich der von einer relativen Umsatzschwäche geprägte Servicebereich, dessen Umsatzbeitrag mit 3,08 Mio. € um -18,5 % unterhalb des Vorjahreswertes (Q2/12: 3,77 Mio. €) lag. Mehrere Großprojekte im Service-Segment, für die noch kein entsprechendes Neugeschäft generiert werden konnte, liefen zum Geschäftsjahresende 2012 sowie im ersten Quartal 2013 aus. Parallel hierzu legten jedoch die Produktumsätze um +7,1 % auf 9,21 Mio. € (Q2/12: 8,59 Mio. €) zu.

Die USU Software AG hat den abgelaufenen Berichtszeitraum dazu genutzt, um die Basis für die mittelfristige Wachstumsstrategie zu legen. Allen voran wurde hierfür der Personalstamm deutlich auf 436 Mitarbeiter (VJ: 334) ausgebaut. Dieser Anstieg resultiert sowohl aus einer zielgerichteten Gewinnung neuer Mitarbeiter als auch aus der im ersten Quartal 2013 erfolgten Akquisition der BIG Social Media GmbH. Zusammen mit forcierten Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen erhöhte sich die operative Kostenbasis, was einen überdurchschnittlichem EBIT-Rückgang auf 0,03 Mio. € (Q2/12: 0,84 Mio. €) nach sich gezogen hat.

Sowohl die mittel- als auch die kurzfristigen Wachstumsaussichten sind weiterhin intakt. Die USU Software AG hat die bisherigen Prognosen, wonach auf Gesamtbasis ein Umsatzniveau in Höhe von mindestens 58,00 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von über 8,00 Mio. € in Aussicht gestellt wird, erneuert. Mittelfristig soll die 100 Mio. €-Marke überschritten werden.

Eines der wesentlichen Aspekte der somit erwarteten überdurchschnittlichen Entwicklung im zweiten Halbjahr 2013 sind die zahlreichen Produktneuentwicklungen und damit dürfte das margenstarke Produktgeschäft einen weiterhin wichtigen Beitrag zum organischen Wachstum leisten. Darüber hinaus geht die USU Software AG von einer Normalisierung im Servicesegment aus. Ein sehr wichtiger Treiber für die künftige Umsatzentwicklung ist zudem die Partnerschaft mit CA Technologies, für die bereits die technologische Basis (Softwarezusammenführung) gelegt wurde. Nennenswerte erste Umsatzbeiträge werden aus dieser Partnerschaft für das zweite Halbjahr 2013 erwartet. Gleichmaßen dürfte die im ersten Quartal 2013 erworbene BIG Social Media GmbH signifikante Umsatz- und Ergebnisbeiträge steuern.

Vor diesem Hintergrund haben wir sowohl unsere Umsatz- als auch unsere Ergebnisprognosen unverändert gelassen. Für die kommenden drei Geschäftsjahre rechnen wir mit einer zweistelligen Umsatzwachstumsdynamik, bei einer gleichzeitigen Verbesserung der EBIT-Marge auf ein nachhaltiges Niveau oberhalb von 10,0 %. Diese Prognosen berücksichtigen den Umstand, wonach ein wesentlicher Teil des Umsatzwachstums mit dem margenstarken Produktbereich generiert wird.

Im Rahmen unserer unveränderten Prognosen haben wir ein 2014er Kursziel von 11,20 € je Aktie ermittelt. Die leichte Kurszielanhebung (bisher: 10,60 €) basiert auf einen so genannten Roll-Over-Effekt. Dieser Effekt wirkt sich infolge der Prolongation des Kursziels auf das Ende des Geschäftsjahres 2014 kurszielerhöhend aus. Angesichts der aktuellen Kursniveaus und des sich daraus ergebenden Kurspotenzials vergeben wir unverändert 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. Aktiensplits, 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/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: (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 Leopold, 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