



Researchstudie (Update)



**„Kurzfristige Prognosen reduziert,
langfristige Wachstumsperspektive bestätigt“**

Kursziel: 10,90 €

Rating: Kaufen

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

Kaufen

Kursziel: 10,90

aktueller Kurs: 9,85
18.11.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 103,66
EnterpriseValue³: 90,45
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: 447 Stand: 30.9.2013
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	56,35	65,93	76,94
EBITDA	5,27	5,70	9,05	12,27
EBIT	3,53	3,85	7,40	10,11
EBIT (bereinigt)	7,07*	5,25*	8,92*	12,10*
Jahresüberschuss	4,83	3,10	5,68	8,15

* Berechnung gemäß Unternehmenskommunikation

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,46	0,29	0,54	0,77
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,30	0,68

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,77	1,61	1,37	1,18
EV/EBITDA	17,16	15,87	10,00	7,37
EV/EBIT	25,62	23,49	12,22	8,95
EV/EBIT (bereinigt)	12,79	17,23	10,14	7,48
KGV	21,46	33,48	18,24	12,72
KBV	1,98			

Finanztermine:

Datum: Ereignis
27.03.2014: Veröffentlichung GJ-Bericht
22.05.2014: Veröffentlichung Q1-Bericht
24.06.2014: Hauptversammlung

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

31.10.2013: RG / 11,20 / KAUFEN
26.8.2013: RS / 11,20 / KAUFEN
17.7.2013: RG / 10,60 / KAUFEN
27.5.2013: RS / 10,60 / KAUFEN

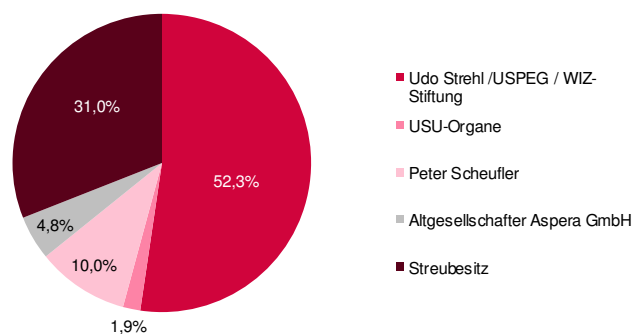
RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Unternehmen

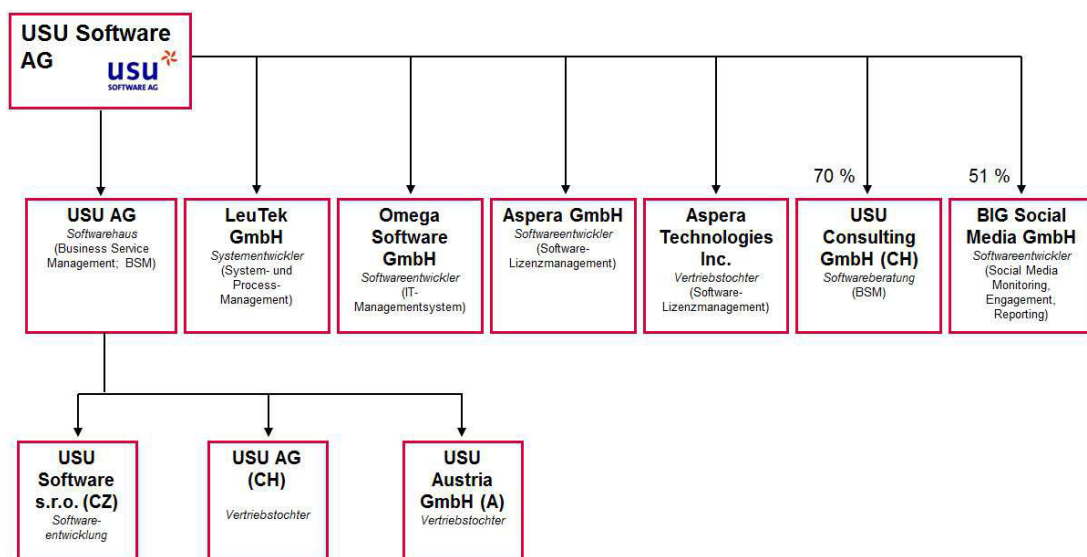
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	15.11.2013
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 zehn inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt.

Geschäftsentwicklung Q3 2013 - Umsatzwachstum und rückläufige Ergebnisse

in Mio. €	Q3 2012	Δ 2012/2013	Q3 2013
Umsatzerlöse	11,97	+15,3 %	13,80
Umsatzerlöse - Produkt	8,38	+23,8 %	10,38
Umsatzerlöse - Service	3,58	-5,1 %	3,40

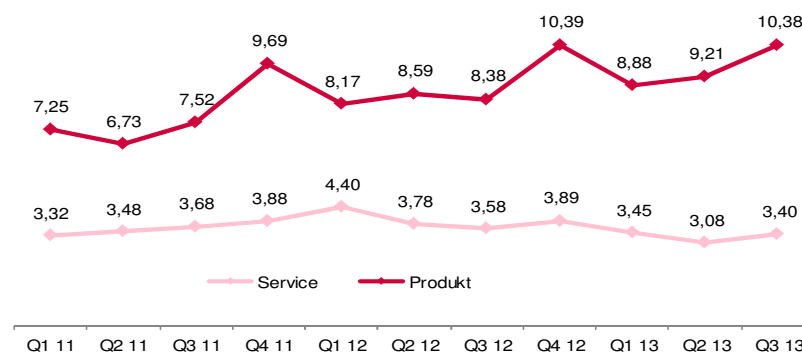
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Produktsegment steigt, kein Wachstum im Servicebereich

Nach der rückläufigen Umsatzentwicklung der ersten beiden Quartale 2013, konnte die USU Software AG im dritten Quartal 2013 wieder ein deutliches Umsatzwachstum in Höhe von 15,3 % auf 13,80 Mio. € (Q3/12: 11,97 Mio. €) erreichen. Gleichzeitig hat die hohe Umsatzdynamik des dritten Quartals die rückläufige Umsatzentwicklung der Vorquartale kompensieren können, so dass nach den ersten neun Monaten 2013 ein Umsatzwachstum in Höhe von 4,1 % auf 38,45 Mio. € (9M/12: 36,93 Mio. €) erzielt wurde. Dieses liegt jedoch leicht unterhalb unserer bisherigen Erwartungen.

Die weiterhin rückläufige Umsatzentwicklung des Servicesegments (Individualprojekte, kundenbezogene Auftragsprogrammierung) ist der wesentliche Aspekt der unter unseren Erwartungen gebliebenen Umsatzerlöse. Dieser Bereich, welcher einen starken Projektcharakter aufweist, ist vom Auslaufen mehrerer Großprojekte gekennzeichnet. Im dritten Quartal hat dies zu einem Umsatzrückgang in Höhe von 5,1 % auf 3,40 Mio. € (Q3/12: 3,58 Mio. €) geführt. In den ersten neun Monaten 2013 summieren sich die Umsätze des Servicesegments auf 9,92 Mio. € und liegen damit um -15,6 % unterhalb des Vorjahresniveaus von 11,75 Mio. €.

Segmentaufteilung der Umsätze (in Mio. €)

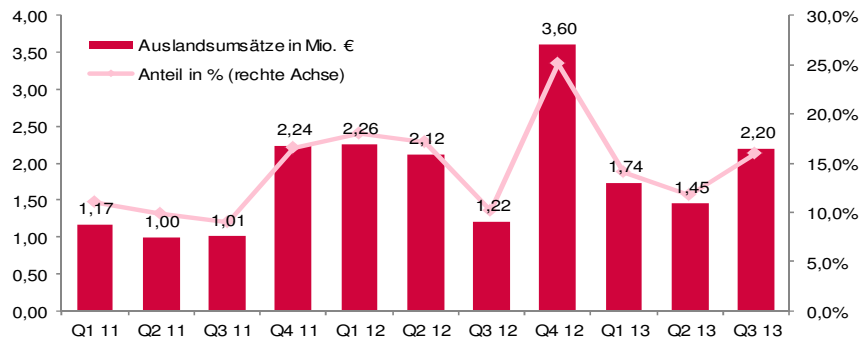


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der schwächeren Entwicklung des Servicebereichs stehen jedoch die Produktumsätze entgegen, welche von einer weiterhin hohen Umsatzdynamik geprägt waren. Mit einem Umsatzwachstum im Q3 2013 in Höhe von 23,8 % auf 10,38 Mio. € (Q3/12: 8,38 Mio. €) lagen die Gesamtumsätze auf 9-Monats-Sicht bei 18,09 Mio. € und damit um 7,8 % oberhalb des Vorjahresniveaus (9M/12: 16,77 Mio. €). Die besondere Dynamik des dritten Quartals erklärt sich einerseits durch den erfolgreichen Vertrieb neu entwickelter Softwareprodukte sowie andererseits durch anorganische Effekte im Zusammenhang mit der in diesem Jahr erfolgten Neukonsolidierung der Konzerntochter BIG Social Media GmbH.

Ebenfalls herauszustellen ist der signifikante Anstieg der internationalen Umsätze, welche nahezu vollständig dem Produktbereich zuzuordnen sind und um 81,3 % auf 2,20 Mio. € (Q3/12: 1,22 Mio. €) zulegen konnten. Maßgeblich dafür ist die Erwirtschaftung erstmaliger Umsätze im Rahmen der Partnerschaft mit CA Technologies. Die technologische Einbindung der Aspera-Software ist gemäß Unternehmensangaben vollständig umgesetzt. Flankierend zu den Umsätzen mit CA Technologies verzeichnete die USU Software AG allgemein positive Impulse aus dem Ausland (USA, Italien, Großbritannien, Schweiz, Österreich).

Internationale Umsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung - Kapazitäts- und Produktinvestitionen belasten Ergebnis

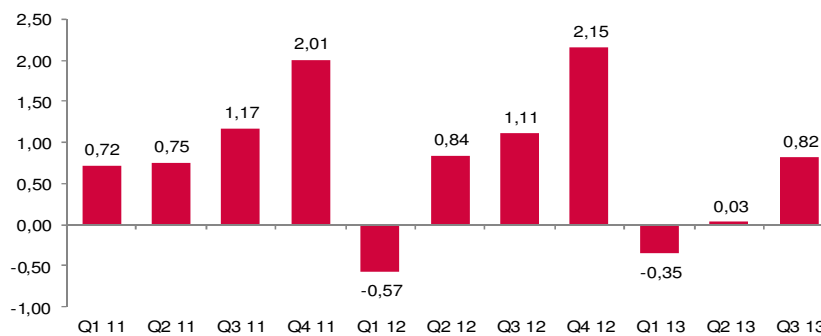
in Mio. €	Q3 2012	Δ 2012/2013	Q3 2013
EBITDA	1,54	-23,1 %	1,18
EBIT	1,10	-26,1 %	0,81
EBIT (bereinigt)	1,58	-32,6 %	1,07
Periodenergebnis	2,28	-75,9 %	0,55
EPS	0,22		0,05

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Dem im dritten Quartal 2013 erzielten Umsatzanstieg steht jedoch ein überproportionaler Anstieg der operativen Kostenbasis entgegen, was zu einer Reduktion des EBIT in Höhe von 26,1 % auf 0,81 Mio. € (Q3/12: 1,10 Mio. €) geführt hat. Primär lässt sich die Kostenausweitung auf den deutlichen Ausbau der Konzernbelegschaft auf 447 Mitarbeiter (30.09.12: 355 Mitarbeiter) zurückführen. Die Gewinnung neuer Mitarbeiter wurde, analog zur Wachstumsstrategie der USU Software AG, vor dem Hintergrund eines zielgerichteten Kapazitätsausbaus vorgenommen. Parallel dazu wurden im Zusammenhang mit der BIG-Übernahme etwa 40 neue Mitarbeiter eingestellt.

Der operative Kostenanstieg ist jedoch auch eine Folge der zusätzlichen Investitionen in die Entwicklung neuer Softwareprodukte. Demzufolge legten die Entwicklungskosten auf 2,37 Mio. € (Q3/12: 1,82 Mio. €) zu. Hierbei handelt es sich einerseits um Produktinnovationen der bestehenden Produktpalette sowie, als Vorbereitung für die CA-Partnerschaft, um Funktionserweiterungen der Lizenzmanagementsoftware der USU-Tochter Aspera GmbH (bspw. neue Sprachversionen, Integration in die CA-Produktsuite „IT Asset Manager“).

EBIT (in Mio. €)

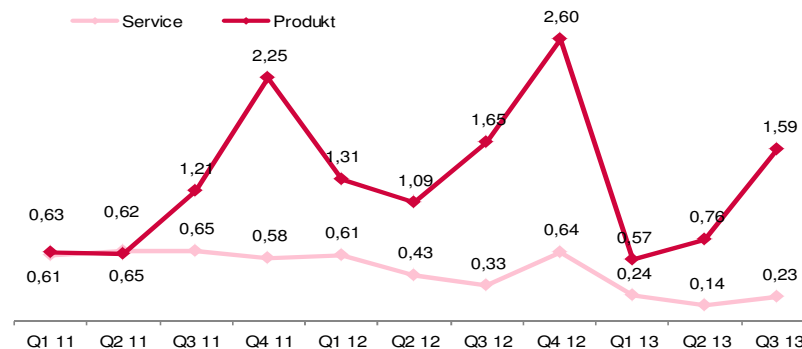


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im Ergebnisrückgang spiegeln sich darüber hinaus die fehlenden Umsatz- und damit Ergebnisbeiträge des Servicesegments wider. Dies lässt sich gut anhand der nach den Seg-

menten „Produkt“ und „Service“ getrennten EBIT-Entwicklung erkennen. Während der Ergebnisbeitrag des Produktbereiches mit 1,59 Mio. € lediglich um 3,5 % unter dem Vorjahreswert lag (Q3/12: 1,65 Mio. €), reduzierte sich das Service-EBIT um 29,9 % auf 0,23 Mio. € (Q3/12: 0,32 Mio. €).

Segmentaufteilung des EBIT (in Mio. €)

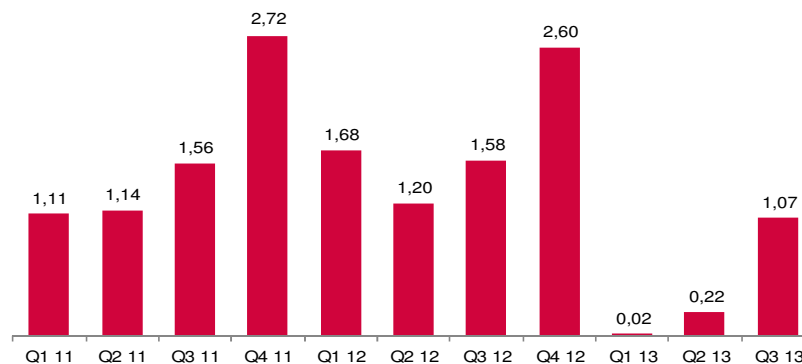


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Erwähnenswert ist hierbei die saisontypische Verteilung des EBIT, wonach speziell im vierten Quartal eines Geschäftsjahres die höchsten Ergebnisbeiträge erzielt werden. Auch das laufende vierte Quartal 2013 sollte sich insbesondere im Produktbereich (Lizenerträge) als vergleichsweise ergebnisstark erweisen.

Um eine höhere Transparenz zu gewährleisten, hat die USU Software AG verschiedene Sondereffekte aus der Gewinn- und Verlustrechnung eliminiert, um somit ein bereinigtes Ergebnis zu präsentieren. Bei den Bereinigungen handelt es sich vornehmlich um Sondereffekte, die im Zusammenhang mit den vorgenommenen Akquisitionen stehen. Die Sondereffekte des dritten Quartals 2013 belaufen sich auf 0,25 Mio. € (Q3/12: 0,48 Mio. €). Folglich erzielte die USU Software AG ein bereinigtes EBIT in Höhe von 1,07 Mio. € (Q3/12: 1,58 Mio. €):

bereinigtes EBIT (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

In der kumulierten Betrachtung der ersten drei Quartale weist die USU Software AG einen Rückgang des bereinigten EBIT in Höhe von -70,8 % auf 1,31 Mio. € (9M/12: 4,46 Mio. €) auf. Wie der obigen Darstellung zu entnehmen ist, sind besonders die ersten beiden Quartale 2013 dafür maßgeblich.

Bilanzielle Situation zum 30.06.2013 - Bilanzverhältnisse weiterhin sehr solide

in Mio. €	31.12.2011	31.12.2012	30.09.2013
Eigenkapital (EK-Quote)	49,91 (71,3 %)	52,30 (78,4 %)	49,63 (61,3 %)
Operatives Anlagevermögen	41,00	40,01	49,37
Working Capital	-1,84	-0,92	-9,33
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	17,63	11,41	15,12

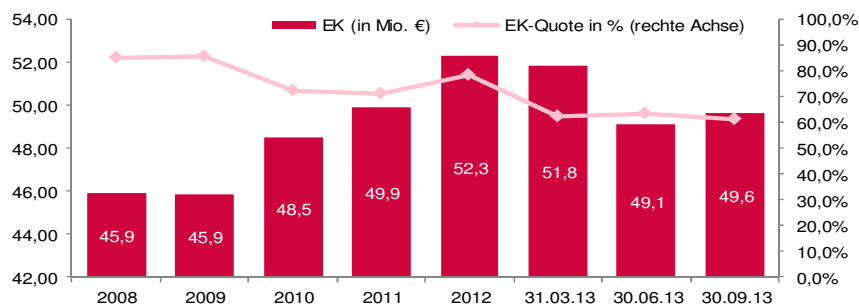
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Gegenüber der Geschäftsjahresbilanz 2012 zeigt sich die Vermögensstruktur der USU Software AG zum 30.09.2013 insbesondere von der im ersten Quartal 2013 erfolgten Übernahme der BIG Social Media GmbH sowie von der Partnerschaft mit CA Technologies beeinflusst.

Infolge der BIG-Übernahme, für die die finale Kaufpreisallokation noch nicht erfolgt ist, erhöhte sich der Goodwill auf 41,45 Mio. € (31.12.12: 32,40 Mio. €). Im Zusammenhang mit dieser Akquisition wurden analog hierzu Kaufpreisverbindlichkeiten in Höhe von 7,04 Mio. € (31.12.12: 0,00 Mio. €) passiviert. Gemäß Earn-Out-Vereinbarung sind die restlichen Kaufpreiskomponenten, abhängig von der operativen Entwicklung der BIG Social Media GmbH in den Jahren 2013-2014, im Geschäftsjahr 2015 fällig. Die daraus resultierende Bilanzsummenausweitung wird durch die vertraglich gesicherte Vorauszahlung von CA Technologies verstärkt. Im Rahmen des Partnerschaftsvertrages hat die CA Technologies bereits Zahlungen in Höhe der Mindestabnahmemenge für die folgenden Geschäftsjahre geleistet. Dementsprechend erhöhten sich einerseits die Verbindlichkeiten aus erhaltenen Anzahlungen auf 10,48 Mio. € (31.12.12: 2,48 Mio. €) sowie andererseits die liquiden Mittel auf 15,12 Mio. € (31.12.12: 11,41 Mio. €).

Bei einem aufgrund der erfolgten Dividendenzahlung (2,63 Mio. €) leicht rückläufigen Eigenkapital auf 49,63 Mio. € (31.12.12: 52,30 Mio. €), minderte sich die EK-Quote als Folge des Anstiegs der Bilanzsumme auf 61,3 % (31.12.12: 78,4 %).

EK (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Besonders erwähnenswert ist der signifikante Anstieg des operativen Cashflows auf 10,60 Mio. € (31.12.12: 5,59 Mio. €), welcher hauptsächlich auf die CA-Vorauszahlung zurückzuführen ist. Trotz erfolgter Investitionen in Höhe von 4,24 Mio. € (bspw. BIG-Erwerb) sowie der Dividendenauszahlung in Höhe von 2,63 Mio. €, war die USU Software AG dadurch in der Lage, den Finanzmittelbestand weiter auf 15,12 Mio. € (31.12.12: 11,41 Mio. €) auszubauen.

Prognose und Modellannahmen - Reduktion der 2013er und 2014er Prognosen

in Mio. €	2013e (alt)	2013e (neu)	2014e (alt)	2014e (neu)	2015e (alt)	2015e (neu)
Umsatzerlöse	59,94	56,35	68,94	65,93	76,94	76,94
EBITDA	9,17	5,70	10,75	9,05	12,27	12,27
EBIT	6,98	3,85	8,60	7,40	10,11	10,11
EBIT (bereinigt)	8,99	5,25	10,59	8,92	12,10	12,10
Jahresüberschuss	5,40	3,10	6,64	5,68	8,15	8,15
EPS	0,51	0,29	0,63	0,54	0,77	0,77

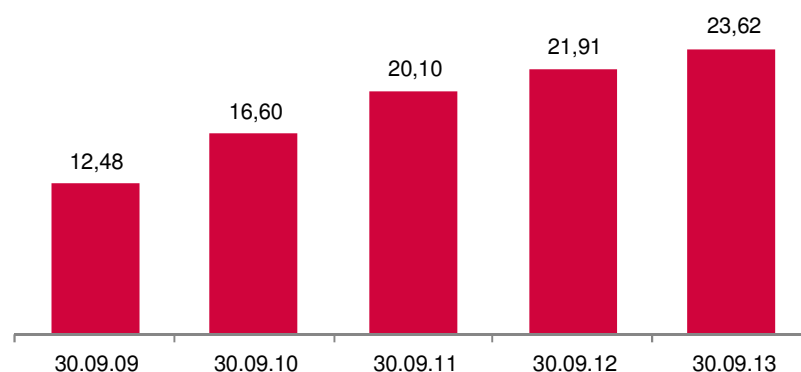
Quelle: GBC AG

Zwar konnte die USU Software AG erwartungsgemäß alle wesentlichen Erfolgskennzahlen im dritten Quartal 2013 gegenüber den Vorquartalen deutlich verbessern, die rückläufige Entwicklung der beiden ersten Quartale 2013 konnte jedoch nicht kompensiert werden. Folglich hat die USU Software AG die Prognosen für 2013 nach unten hin revidiert. Die bisherige Erwartung eines Umsatzniveaus von mindestens 58,00 Mio. € wurde auf mindestens 56,00 Mio. € reduziert. Zugleich erwartet die Gesellschaft ein bereinigtes EBIT in Höhe von mindestens 5,00 Mio. € (bisher: mindestens 8,00 Mio. €). Die Mittelfristplanung, wonach bis zum Jahr 2017 mit einem Konzernumsatz von über 100,00 Mio. € gerechnet wird, wurde bestätigt.

Die Belastungsfaktoren, die zur Reduktion der Unternehmensprognosen geführt haben, sind, wie im Rahmen dieser Studie dargelegt, die Investitionen in neue Produkte, der Rückgang des Servicegeschäfts, der Ausbau der Belegschaft sowie die Vorabinvestitionen im Rahmen der CA-Partnerschaft.

Angesichts des derzeit erreichten Umsatz- und Ergebnisniveaus erscheinen zwar auch die 2013er Prognosen ambitioniert, unserer Ansicht nach sind diese dennoch erreichbar. Besonders positive Effekte verspricht die Partnerschaft mit CA Technologies, wodurch sich das Umsatz- und Ergebnisniveau im vierten Quartal 2013 erheblich steigern dürfte. Darüber hinaus dürfte die im Januar 2013 erworbene BIG Social Media GmbH erstmalige Ergebnisbeiträge beisteuern. Das Servicesegment sollte hingegen erst im kommenden Geschäftsjahr von Erholungstendenzen geprägt sein. Auf Basis dieser Faktoren sowie unter Berücksichtigung der revidierten Unternehmenserwartungen haben wir unsere 2013er Umsatzprognosen auf 56,35 Mio. € (bisher: 59,94 Mio. €) reduziert. Folglich rechnen wir mit einem EBIT in Höhe von 3,85 Mio. € (bisher: 6,68 Mio. €) und einem bereinigten EBIT in Höhe von 5,25 Mio. € (bisher: 8,99 Mio. €). Unterstützend für unsere Prognosen, sowohl für das Geschäftsjahr 2013 als auch für 2014, wirkt das unverändert hohe Niveau der Auftragseingänge. Zum 30.09.13 beläuft sich der Auftragsbestand auf 23,62 Mio. € und liegt damit um +6,1 % oberhalb des Vorjahresniveaus (30.09.12: 21,91 Mio. €):

Entwicklung Auftragseingang (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aufgrund des Basiseffekts der angepassten 2013er Prognosen haben wir auch die 2014er Prognosen leicht angepasst. Die langfristige intakte Wachstumsperspektive der USU Software AG findet in den unveränderten 2015er Prognosen ihren Ausdruck.

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 15,94 % 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 2014 entspricht als **Kursziel 10,90 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 11,20 € leicht reduziert. Die Kurszielreduktion ist ein Resultat der Reduktion der Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2013 und 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	15,9%	ewige EBITA - Marge	13,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	3,5%		

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)	56,35	65,93	76,94	78,48	80,05	81,65	83,28	84,95	
<i>US Veränderung</i>	10,0%	17,0%	16,7%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,30	1,55	1,61	1,68	1,82	1,88	1,94	2,00	
EBITDA	5,70	9,05	12,27	12,51	12,76	13,01	13,27	13,54	
<i>EBITDA-Marge</i>	10,1%	13,7%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	
EBITA	3,85	7,40	10,11	10,59	10,89	11,25	11,53	11,82	
<i>EBITA-Marge</i>	6,8%	11,2%	13,1%	13,5%	13,6%	13,8%	13,9%	13,9%	13,9%
Steuern auf EBITA	-0,77	-1,48	-2,02	-2,12	-2,18	-2,25	-2,31	-2,36	
<i>zu EBITA</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	3,08	5,92	8,08	8,47	8,71	9,00	9,23	9,46	
Kapitalrendite	7,9%	13,6%	18,2%	16,6%	17,6%	19,2%	19,9%	20,6%	18,6%
Working Capital (WC)	0,00	2,00	3,10	2,75	2,80	2,86	2,91	2,97	
<i>WC zu Umsatz</i>	0,0%	3,0%	4,0%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,92	-2,00	-1,10	0,35	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	43,38	42,53	47,90	46,78	44,00	43,50	43,00	42,50	
<i>AFA auf OAV</i>	-1,85	-1,65	-2,16	-1,92	-1,87	-1,76	-1,74	-1,72	
<i>AFA zu OAV</i>	4,3%	3,9%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-5,22	-0,80	-7,53	-0,80	0,91	-1,26	-1,24	-1,22	
Investiertes Kapital	43,38	44,53	51,00	49,53	46,80	46,36	45,91	45,47	
EBITDA	5,70	9,05	12,27	12,51	12,76	13,01	13,27	13,54	
Steuern auf EBITA	-0,77	-1,48	-2,02	-2,12	-2,18	-2,25	-2,31	-2,36	
Investitionen gesamt	-6,14	-2,80	-8,63	-0,45	0,86	-1,32	-1,30	-1,28	
<i>Investitionen in OAV</i>	-5,22	-0,80	-7,53	-0,80	0,91	-1,26	-1,24	-1,22	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,92	-2,00	-1,10	0,35	-0,05	-0,06	-0,06	-0,06	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-1,21	4,77	1,61	9,94	11,44	9,45	9,67	9,90	109,30

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	99,09	103,15
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	38,97	37,67
<i>Barwert des Continuing Value</i>	60,12	65,48
Nettoschulden (Net debt)	-9,38	-11,60
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	108,47	114,76
Fremde Gewinnanteile	-0,01	-0,01
Wert des Aktienkapitals	108,46	114,74
Ausstehende Aktien in Tsd.	10,524	10,524
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,31	10,90

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%
14,6%	12,11	10,52	9,41	8,59	7,97
16,6%	13,29	11,44	10,15	9,21	8,49
18,6%	14,46	12,37	10,90	9,83	9,01
20,6%	15,64	13,29	11,65	10,45	9,53
22,6%	16,82	14,22	12,40	11,07	10,05

Fazit

Kurzfristige Prognosen reduziert, langfristige Perspektive bestätigt; KAUFEN

Mit der Veröffentlichung der Q3-Zahlen 2013 hat die USU Software AG gegenüber den ersten beiden Quartalen des laufenden Geschäftsjahres wieder deutlich positive Tendenzen bei der Umsatz- und Ergebnisentwicklung präsentiert. Das starke Umsatz- und Ergebniswachstum hat jedoch nur auf Umsatzebene die rückläufige Entwicklung der Vorquartale kompensieren können. Auf Basis der ersten neun Monate 2013 wurde ein Umsatzwachstum in Höhe von +4,1 % auf 38,45 Mio. € (9M/12: 36,93 Mio. €) erzielt. Das EBIT hingegen minderte sich von 1,38 Mio. € (9M/12) um 63,6 % auf 0,50 Mio. €.

Dabei zeichnet sich das abgelaufene dritte Quartal 2013 für den wesentlichen Umsatz- und Ergebnisanteil verantwortlich. Hervorzuheben ist hierbei die weiterhin positive Entwicklung des Produktsegments. Alleine im Q3 2013 steigerte die USU Software AG die produktbezogenen Umsätze um +23,8 % auf 10,38 Mio. € (Q3/12: 8,38 Mio. €). Maßgeblich dafür waren der erfolgreiche Vertrieb von neu entwickelten Softwareprodukten sowie anorganische Effekte im Zusammenhang mit der in diesem Jahr erfolgten Neukonsolidierung der Konzerntochter BIG Social Media GmbH. Zugleich profitierte die USU Software AG von einem Anstieg der internationalen Umsätze (vornehmlich Partnerschaft mit CA Technologies sowie eigene Umsätze mit der US-Tochter Aspera Technologies Inc.). Im Gegenzug war das Servicesegment vom Auslaufen mehrerer Großprojekte geprägt, so dass hier ein Umsatzrückgang in Höhe von 5,1 % auf 3,40 Mio. € (Q3/12: 3,58 Mio. €) erzielt wurde.

Die Schwäche des Servicesegments, die Produktinnovationen sowie die Kapazitätsanpassung an die Wachstumsstrategie der Gesellschaft (Ausbau des Mitarbeiterstamms), haben in Summe zu einer überproportionalen Kostenentwicklung und folglich zu einem Rückgang des EBIT in Höhe von 26,1 % auf 0,81 Mio. € (Q3/12: 1,10 Mio. €) geführt. Das um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT belief sich im dritten Quartal 2013 auf 1,07 Mio. € (Q3/12: 1,58 Mio. €).

Aufgrund der noch nicht erfolgten Kompensation der rückläufigen Entwicklung der ersten beiden Jahresquartale, hat die USU Software AG die Prognosen für das laufende Geschäftsjahr revidiert. Die bisherige Erwartung eines Umsatzniveaus von mindestens 58,00 Mio. € wurde auf mindestens 56,00 Mio. € reduziert. Zugleich erwartet die Gesellschaft ein bereinigtes EBIT in Höhe von mindestens 5,00 Mio. € (bisher: mindestens 8,00 Mio. €). Die Mittelfristplanung, wonach bis zum Jahr 2017 mit einem Konzernumsatz von über 100,00 Mio. € gerechnet wird, wurde bestätigt.

Demzufolge haben auch wir unsere Umsatz- und Ergebnisplanungen für das laufende Geschäftsjahr reduziert. Nunmehr rechnen wir mit Umsatzerlösen in Höhe von 56,35 Mio. € (bisher: 59,94 Mio. €). Das EBIT prognostizieren wir bei 3,85 Mio. € (bisher: 6,68 Mio. €) und das bereinigte EBIT bei 5,25 Mio. € (bisher: 8,99 Mio. €). Angesichts der reduzierten 2013er Prognosen und einem daraus resultierenden Basiseffekt haben wir die Umsatz- und Ergebnisprognosen für das kommende Geschäftsjahr 2014 ebenfalls leicht angepasst. Besonders positive Effekte versprechen wir uns aus der Partnerschaft mit CA Technologies, wodurch sich das Umsatz- und Ergebnisniveau im vierten Quartal 2013 erheblich steigern dürfte. Darüber hinaus dürfte die im Januar 2013 erworbene BIG Social Media GmbH erstmalige Ergebnisbeiträge beisteuern. Das Servicesegment sollte hingegen erst im kommenden Geschäftsjahr 2014 von Erholungstendenzen geprägt sein.

Wir haben im Rahmen des DCF-Modells ein Kursziel zum Ende des Geschäftsjahres 2014 von 10,90 € errechnet und damit reduzieren wir das bisherige Kursziel von 11,20 €. Diese Reduktion ist ein Resultat der Verringerung der Umsatz- und Ergebnisprognosen für die Geschäftsjahre 2013 und 2014. Aktuelle Kursniveaus von 9,85 je Aktie (XETRA-Schlusskurs vom 18.11.13) weisen zum fairen Wert je Aktie ein Kurspotenzial von 10,7 % auf und daher stufen wir die USU-Aktie mit KAUFEN ein.

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/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