



Researchstudie (Update)

USU Software AG



**„Starkes Auslandsgeschäft kompensiert schwächere
Inlandsnachfrage; Weiteres Wachstum in Sicht“**

Kursziel: 13,45 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 12**

USU Software AG*⁵

HALTEN

Kursziel: 13,45

aktueller Kurs: 12,61
21.11.2014 / ETR / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 132,71
EnterpriseValue³: 116,72
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 32,6 %

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 Interessenkonflikte auf Seite 13

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

Mitarbeiter: 450 Stand: 30.09.2014

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,
Dr. Benjamin Strehl

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.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	55,71	59,90	67,68	77,83
EBITDA	5,49	7,89	9,58	11,25
EBIT	3,41	5,81	7,49	9,40
bereinigtes EBIT	5,08	7,33	9,16	10,90
Jahresüberschuss	3,68	5,25	6,70	8,42

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,35	0,50	0,64	0,80
Dividende je Aktie	0,25	0,30	0,35	0,45

Kennzahlen

EV/Umsatz	2,09	1,95	1,72	1,50
EV/EBITDA	21,26	14,80	12,19	10,38
EV/EBIT	34,25	20,08	15,59	12,42
EV/bereinigtes EBIT	22,96	15,92	12,74	10,71
KGV	36,08	25,29	19,80	15,76
KBV	2,50			

Finanztermine

25-26.11.2014: EK-Forum Frankfurt
09-10.12.2014: 18.MKK

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
26.8.2014: RS / 14,00 / HALTEN
29.7.2014: RG / 13,25 / HALTEN
27.5.2014: RS / 13,25 / HALTEN
9.4.2014: RS / 13,25 / KAUFEN
19.11.2013: RS / 10,90 / KAUFEN

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Die in den letzten Jahren umgesetzte internationale Fokussierung macht sich bei der USU Software AG bezahlt. Mit einem Wachstum der im Ausland erwirtschafteten Erlöse in Höhe von +62,8 % auf 3,59 Mio. € (Q3/13: 2,20 Mio. €) wurde die zwischenzeitliche Umsatzschwäche in Deutschland kompensiert (Umsatzreduktion in Höhe von 11,2 %) und somit im Q3 2014 ein insgesamt leichter Anstieg der Gesamtumsätze auf 13,89 Mio. € (Q3/13: 13,80 Mio. €) erzielt. Die Verlangsamung der Wachstumsdynamik im dritten Quartal 2014 ist neben der inländischen Nachfrageschwäche (insbesondere aus dem Finanzsektor) auch auf eine vertragsspezifische umsatz- und ergebniswirksame Verschiebung eines größeren Produktauftrages zurückzuführen.
- Trotz des geringeren Wachstums liegt die USU Software AG weiterhin auf Rekordkurs. Innerhalb der ersten neun Monate 2014 erwirtschaftete die Gesellschaft ein Umsatzwachstum in Höhe von +7,9 % auf 41,50 Mio. € (9M/13: 38,45 Mio. €), was einen neuen Rekordwert markiert. Bemerkenswert ist dabei, dass es sich um organisches Wachstum, welches in erster Linie im rentablen Produktgeschäft erzielt wurde, handelt.
- Folglich hat sich der Trend einer überdurchschnittlichen Ergebnisentwicklung fortgesetzt. Kosteneinsparungen im Vertriebsbereich sowie eine bereits im vergangenen Geschäftsjahr umgesetzte Erweiterung des Personalbestandes haben einen nur unterproportionalen Anstieg der Kostenbasis nach sich gezogen. Im dritten Quartal 2014 verbesserte sich das EBIT dementsprechend um 50,9 % auf 1,23 Mio. € (Q3/13: 0,82 Mio. €). Auf 9-Monatsbasis wurde das EBIT sogar nahezu auf 2,48 Mio. € (9M/13: 0,50 Mio. €) verfünffacht. Die überdurchschnittlich gute Entwicklung des international getriebenen und margenstarken Produktgeschäftes findet sich hier wider.
- Der maßgebliche Faktor der künftigen Geschäftsentwicklung dürfte, wie auch schon im laufenden Geschäftsjahr 2014, das internationale Wachstum sein. Hier hat sich die USU Software AG mit ihrer Tochtergesellschaft Aspera Technologies Inc gut positioniert, um an der hohen Nachfrage nach Lizenzmanagementlösungen von US-Unternehmen zu partizipieren. Darüber hinaus rechnen wir mit zunehmenden Umsatzbeiträgen aus der Partnerschaft mit CA Technologies. Große Wachstumsimpulse in Deutschland erkennen wir derzeit nicht, wengleich eine anvisierte Ausweitung der Produktpalette sowie auch anorganisches Wachstum mit steigenden Umsätzen einhergehen dürfte.
- Wir haben die für das laufende Geschäftsjahr 2014 reduzierte Unternehmens-Guidance zum Anlass genommen und unsere bisherigen Prognosen überarbeitet. Bei einer von uns angenommenen geringeren Umsatzdynamik für die kommenden Geschäftsjahre, dürfte die USU Software AG, aufgrund von Skaleneffekten, eine überproportionale Ergebnisentwicklung vorweisen. Bei prognostizierten Umsatzerlösen in Höhe von 59,90 Mio. € (GJ 2014e), 67,68 Mio. € (GJ 2015e) sowie 77,84 Mio. € (GJ 2016e) erwarten wir eine Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 12,2 % (GJ 2014e), 13,5 % (GJ 2015e) respektive 14,0 % (GJ 2016e). Auch wenn wir mögliche anorganische Effekte außen vor lassen, entspricht dies der langfristigen Zielvorgabe der Gesellschaft.
- **Aufgrund unserer überarbeiteten Prognosen haben wir das Kursziel auf 13,45 € (zuvor: 14,00 €) reduziert. Auf Basis der aktuellen Kursniveaus in Höhe von 12,61 € erneuern wir damit das Rating HALTEN.**

INHALTSVERZEICHNIS

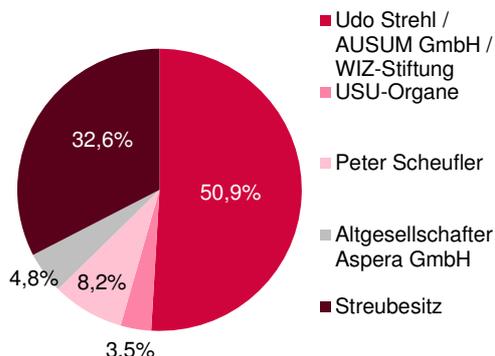
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung Q3 2014.....	5
Umsatzentwicklung Q3 2014	5
Ergebnisentwicklung Q3 2014	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2014	8
Prognosen und Bewertung.....	9
Modellannahmen	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
DCF-Modell.....	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

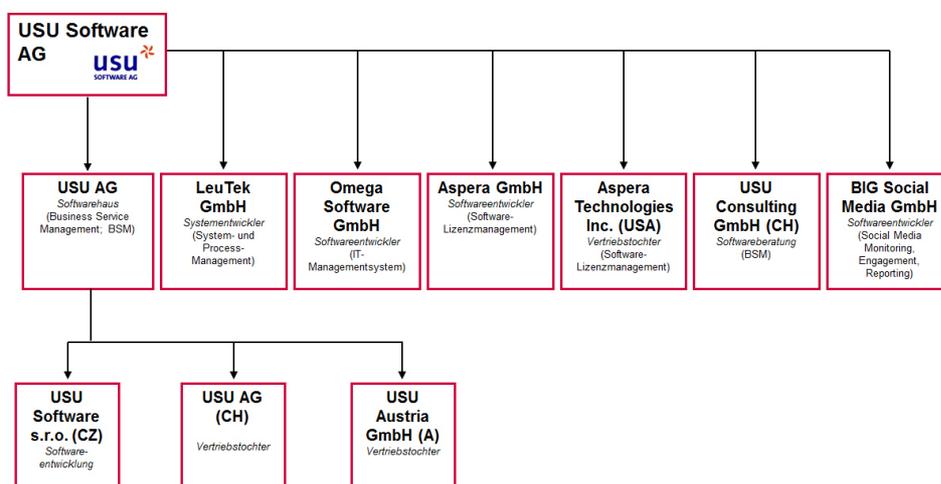
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	50,9
USU-Organen	3,5
Peter Scheufler	8,2
Altgesellschafter Aspera	4,8
Streubesitz	32,6

Quelle: USU Software AG; GBC AG



Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Über die letzten Jahre hinweg hat die USU Software AG die Konzernaktivitäten sowohl organisch, als auch anorganisch, ausgebaut. Als Bestandteil der Unternehmensstrategie wurde dabei das Angebotsspektrum über Unternehmenszukaufe zielgerichtet erweitert. Über die zuletzt erworbenen Gesellschaften ist die USU Software AG in der Lage den Bereich Lizenzmanagement (Aspera GmbH) sowie den Social Media Bereich (BIG Social Media GmbH) abzudecken und zu adressieren. Besonders erfolgreich verlief die Produkt- und Unternehmensintegration der Aspera GmbH, welche einen entscheidenden Beitrag zum inländischen und insbesondere zum internationalen Umsatzwachstum beisteuert. In diesem Zusammenhang sei auf die Gründung der Aspera Technologies Inc. in den USA verwiesen, welche als Vertriebsgesellschaft fungiert.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q3 2014

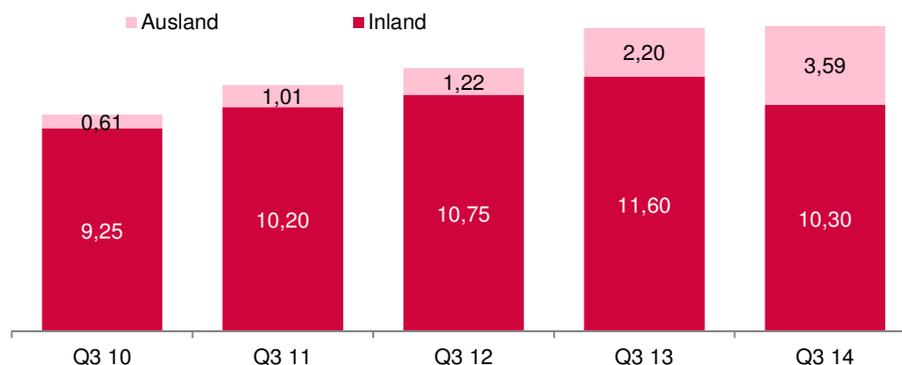
in Mio. €	Q3 2013	Δ ggü. VJ	Q3 2014
Umsatzerlöse	13,80	+0,6%	13,89
Umsatzerlöse - Produkt	10,38	+0,5%	10,43
Umsatzerlöse - Service	3,40	+0,2%	3,40
Umsatzerlöse - Inland	11,60	-11,2%	10,30
Umsatzerlöse - Ausland	2,20	+62,8%	3,59

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung Q3 2014

Der heterogene Umsatztrend der ersten beiden Jahresquartale 2014, wonach einer verhaltenen Entwicklung der Inlandsumsätze ein dynamisches Wachstum der Auslandsumsätze entgegensteht, hat sich auch im abgelaufenen dritten Quartal 2014 fortgesetzt. Dabei konnte die Reduktion der Inlandsumsätze in Höhe von -11,2 % auf 10,30 Mio. € (Q3/13: 11,60 Mio. €) durch den weiteren Ausbau der internationalen Erlöse um +62,8 % auf 3,59 Mio. € (Q3/13: 2,20 Mio. €) kompensiert werden. Diese zwei gegenläufigen Effekte ergeben in Summe eine solide Umsatzentwicklung, mit einem leichten Anstieg in Höhe von +0,6 % auf 13,89 Mio. € (Q3/13: 13,80 Mio. €). Nach dem außerordentlich guten Jahresstart blieb das Umsatzniveau im Q3 2014 leicht unterhalb unserer Erwartungen.

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



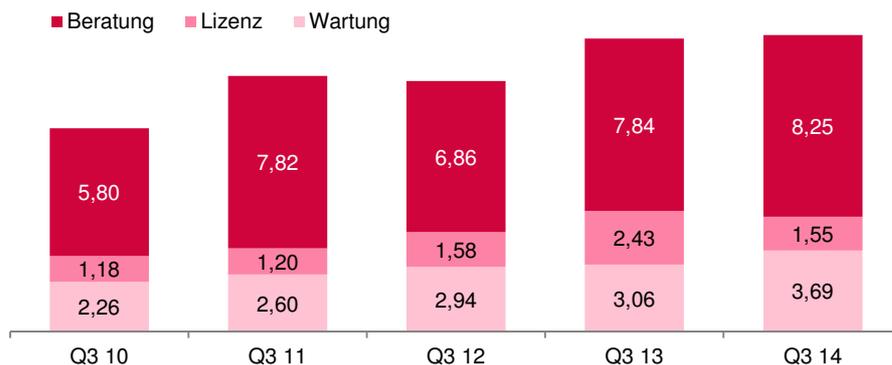
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die rückläufige inländische Geschäftsentwicklung war in erster Linie von Projektverschiebungen und einer Investitionszurückhaltung, insbesondere von Kunden aus der Finanzbranche (Versicherungen, Banken), geprägt. Mit Kunden aus dieser, als IT-intensiv geltenden Branche, erzielt die USU Software AG etwa 50 % der Umsätze und damit einen wichtigen Anteil der Umsatzerlöse in Deutschland. Zwar konnte die Gesellschaft einen wichtigen Großauftrag (Umsatzvolumen im Millionenbereich) gewinnen, dieser wird jedoch aufgrund vertragspezifischer Bedingungen erst ab dem kommenden Geschäftsjahr 2015 umsatzwirksam.

Die ausländischen Umsatzerlöse waren parallel hierzu von einer unverändert dynamischen Entwicklung des Produktbereiches, speziell beim Lizenzmanagement, geprägt. Mehrere Großaufträge der Konzerntochter Aspera Technologies Inc. waren primär für das starke Umsatzwachstum in den USA verantwortlich. Nach wie vor sind die Potenziale des US-amerikanischen Marktes aufgrund von Aufholeffekten bei der Nutzung von Lizenzmanagementlösungen sehr hoch einzuschätzen. Ein geplanter weiterer Ausbau der Belegschaft soll zur intensiveren Ausschöpfung dieser Marktpotenziale verhelfen.

Zu erwähnen ist dabei der Umstand, wonach der überwiegende Anteil der internationalen Umsatzerlöse dem margenstarken Produktgeschäft zuzuordnen ist. Dies hat darüber hinaus den Vorteil der nachgelagerten Erzielung von Wartungserlösen, welche typischerweise zeitversetzt zu den einmaligen Lizenzabschlüssen einsetzen. Die erfolgreiche Ausweitung des Lizenzgeschäftes in den Vorquartalen schlug sich in der abgelaufenen Berichtsperiode in einem nachhaltigen deutlichen Anstieg der Wartungserlöse in Höhe von +20,5 % auf 3,69 Mio. € (Q3/13: 3,06 Mio. €) nieder.

Umsatzentwicklung nach Umsatzgruppen (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch im Beratungsgeschäft wurde trotz der Reduktion der Beratungsaktivitäten in der Schweiz ein Wachstum in Höhe von 5,2 % auf 8,25 Mio. € (Q3/13: 7,84 Mio. €) erzielt. Der Rückgang der Lizenzerträge steht mit der deutschen Nachfrageschwäche im Zusammenhang.

Trotz der abnehmenden Umsatzdynamik im dritten Quartal 2014 stufen wir den bisherigen Verlauf des Geschäftsjahres 2014 als erfolgreich ein. Auf Basis der ersten neun Monate 2014 verbesserten sich die Umsatzerlöse um +7,9 % auf 41,50 Mio. € (VJ: 38,45 Mio. €). Auch in diesem Betrachtungszeitraum haben stark wachsende Auslandsumsätze die rückläufige Entwicklung in Deutschland aufgefangen.

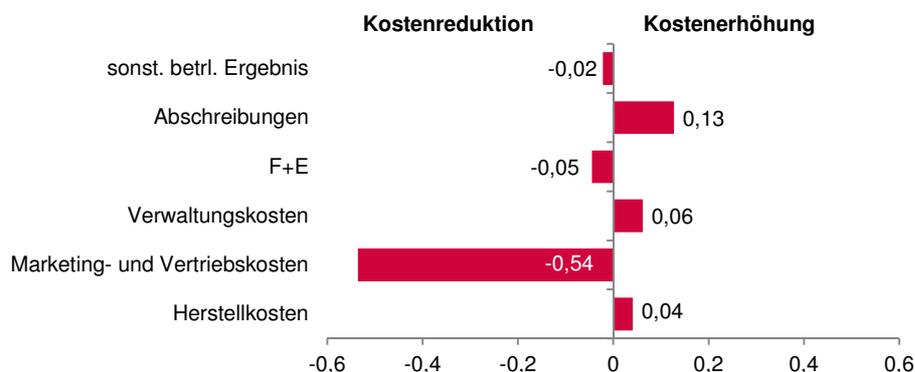
Ergebnisentwicklung Q3 2014

in Mio. €	Q3 2013	Δ ggü. VJ	Q3 2014
EBITDA	1,18	+51,1%	1,79
EBITDA-Marge	8,6%	+4,3Pp	12,9%
EBIT	0,82	+50,9%	1,23
EBIT-Marge	5,9%	+3,0Pp	8,9%
Periodenüberschuss	0,55	+146,1%	1,35
EPS in €	0,05		0,13

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ausgehend vom nahezu unveränderten Umsatzniveau ist es der USU Software AG gelungen, das EBIT um +50,9 % auf 1,23 Mio. € (Q3/13: 0,82 Mio. €) signifikant auszuweiten. Maßgeblich ist dies auf eine Kostenreduktion im Bereich der Overheadkosten, speziell bei den Marketing- und Vertriebskosten, zurückzuführen. Während die variablen Herstellkosten als größter Kostenblock, proportional zur Umsatzentwicklung zulegten, reduzierten sich die Marketing- und Vertriebskosten von 2,35 Mio. € (Q3/13) deutlich auf 1,81 Mio. € (Q3/14) und sind gleichzeitig der wichtigste Faktor des Ergebnisanstieges.

Differenzanalyse operative Kosten (in Mio. €)

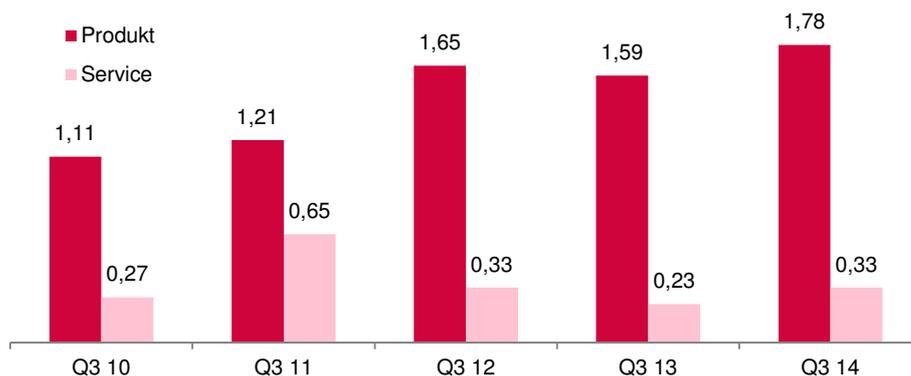


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Reduktion im Bereich der Marketing- und Vertriebskosten wurde in erster Linie bei den Sachkosten erzielt. Eine gezielte Reduktion von abgeschlossenen Marketingaktivitäten hat darüber hinaus zu diesem Rückgang geführt.

Die nach den beiden Segmenten (Produktsegment; Servicesegment) getrennte EBIT-Entwicklung verdeutlicht die relative Margenstärke des Produktgeschäftes, innerhalb dessen sich der überwiegende Anteil der ausländischen Umsätze wiederfindet. Bei einer EBIT-Marge in Höhe von 17,0 % (Q3/13: 15,4 %) verbesserte sich das EBIT im Produktbereich um +11,4 % auf 1,78 Mio. € (Q3/13: 1,59 Mio. €). Bei einer niedrigeren EBIT-Marge in Höhe von 9,6 % (Q3/13: 6,8 %) legte das EBIT des Servicesegments um +42,6 % auf 0,33 Mio. € (Q3/13: 0,23 Mio. €) deutlich zu. Die hier erreichte höhere Wachstumsdynamik ist hauptsächlich auf den niedrigeren Basiswert des Vorjahres zurückzuführen.

EBIT-Entwicklung nach Segmenten (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Innerhalb der ersten neun Monate 2014 erwirtschaftete die USU Software AG ein EBIT in Höhe von 2,48 Mio. € und weist somit eine deutliche Verbesserung des Vorjahreswertes (9M/13: 0,50 Mio. €) auf. An dieser Stelle kommt der im Vorjahr durchgeführte Ausbau der Konzernbelegschaft zum Tragen, was in den ersten neun Monaten 2013 mit einem überproportionalen Kostenanstieg einherging. Die Mitarbeiteranzahl erhöhte sich in den ersten neun Monaten 2013 einerseits bedingt durch die Akquisition der BIG Social Media GmbH sowie andererseits im Rahmen des geplanten Belegschaftsausbaus als Grundlage für das künftige Unternehmenswachstum, deutlich von 362 (31.12.2012) auf 447 (30.09.2013) Mitarbeiter. In den ersten neun Monaten 2014 fand kein weiterer Per-

sonalaufbau statt, so dass sich der Mitarbeiterstamm von 452 (31.12.2013) auf 450 solide entwickelt hat.

Wie auch schon in den vorherigen Berichtsperioden war die operative Entwicklung der USU Software AG von akquisitorischen Sondereffekten beeinflusst. Vornehmlich im Bereich der Abschreibungen haben sich die PPA-Abschreibungen im Zusammenhang mit den vergangenen Unternehmensakquisitionen ergebnisbelastend ausgewirkt. Um eine bessere Vergleichbarkeit und Transparenz zu gewährleisten, hat die USU Software AG diese Sondereffekte eliminiert und somit ein bereinigtes EBIT errechnet:

Bereinigtes Konzernergebnis (in T€)	Q1-Q3 2013	Q1- Q3 2014
EBIT (as reported)	0,50	2,48
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte	+0,56	+0,94
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren	+0,24	+0,17
Bereinigtes EBIT	1,31	3,59

Quelle: USU Software AG

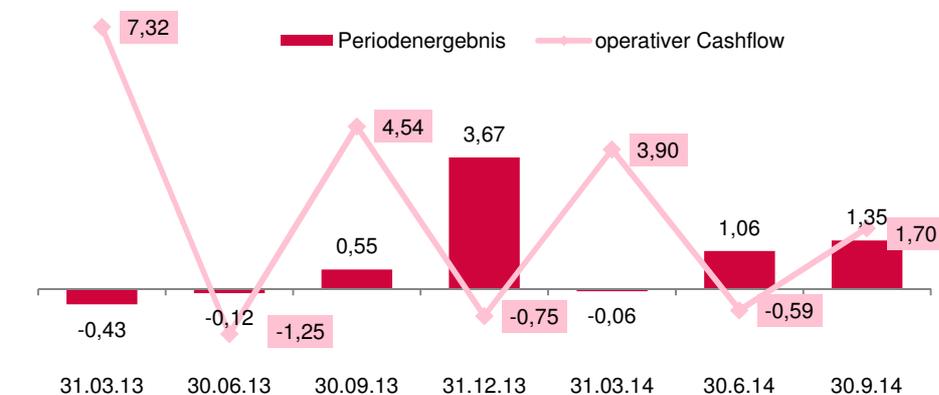
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2014

in Mio. €	30.09.2013	31.12.2013	30.09.2014
Eigenkapital	49,67	53,28	52,96
EK-Quote (in %)	61,4%	65,4%	66,9%
Operatives Anlagevermögen	49,37	45,48	44,45
Working Capital	-9,33	-5,38	-6,66
Net Debt	-16,63	-16,04	-18,39

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Beim gewohnt soliden Bilanzbild der USU Software AG gab es gegenüber der Bilanz zum Geschäftsjahresende 31.12.2013 keine wesentlichen Veränderungen. Erwähnenswert ist hierbei der Liquiditätsbestand in Höhe von 16,28 Mio. € (31.12.13: 14,23 Mio. €), welcher trotz der erfolgten Dividendenzahlung für das Geschäftsjahr 2013 (2,63 Mio. €) weiter ausgebaut wurde. Die Basis hierfür findet sich im positiven operativen Cashflow in Höhe von 5,00 Mio. €, dem ein vergleichsweise niedrigerer Investitionscashflow in Höhe von 0,82 Mio. € entgegensteht. Dies ist sowohl der positiven Geschäftsentwicklung als auch einem Abbau des Nettoumlaufvermögens in Höhe von 1,30 Mio. € zu verdanken.

Periodenergebnis vs. Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 14e (alt)	GJ 14e (neu)	GJ 15e (alt)	GJ 15e (neu)	GJ 16e (alt)	GJ 16e (neu)
Umsatzerlöse	64,63	59,90	76,13	67,68	87,63	77,84
EBIT	6,90	5,81	8,97	7,49	10,89	9,40
EBIT-Marge	10,7%	9,7%	11,8%	11,1%	12,4%	12,1%
bereinigtes EBIT	8,43	7,33	10,64	9,16	12,39	10,90
bereinigte EBIT-Marge	13,0%	12,2%	14,0%	13,5%	14,1%	14,0%
Jahresüberschuss	6,13	5,25	8,03	6,70	9,77	8,42
EPS in €	0,58	0,50	0,76	0,64	0,93	0,80

Quelle: GBC AG

Die von der USU Software AG noch zum Halbjahr 2014 bestätigte Zielsetzung für das Gesamtjahr 2014, ist vor dem Hintergrund des unter den Erwartungen gebliebenen Umsatzes mit Finanzunternehmen sowie der Verschiebung von Umsatz- und Ergebniseffekten eines Großprojektes in das kommende Geschäftsjahr 2015, nicht mehr zu erreichen. Dementsprechend hat die Gesellschaft die Umsatz-Guidance auf knapp 60,00 Mio. € (bisher: 63 - 65 Mio. €) sowie die Erwartungen beim bereinigten EBIT auf 7,0 - 7,5 Mio. € (bisher: 8,0 - 8,5 Mio. €) reduziert. Gemessen an den angepassten Prognosen müsste die USU Software AG demnach im vierten Quartal 2014 Umsatzerlöse in Höhe von etwa 18,5 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 3,4 - 3,9 Mio. € erzielen. Gegenüber dem Q4 des Vorjahres würde dies ein Umsatzwachstum in Höhe von bis zu +7,2 % sowie ein bereinigtes EBIT auf Vorjahresniveau bedeuten. Dies stufen wir als gut erreichbar ein und somit orientieren sich unsere 2014er Prognosen an der angepassten Unternehmens-Guidance.

Der wichtigste Wachstumstreiber der kommenden Geschäftsjahre dürfte, wie auch schon im laufenden Geschäftsjahr, die aus dem Ausland stammende Nachfrage, insbesondere nach Lizenzmanagementlösungen, sein. Die ausländische Tochtergesellschaft Aspera Technologies Inc. konnte in diesem Zusammenhang einen wichtigen Beitrag zur starken Entwicklung in den USA leisten. So wurde jüngst ein weiteres Fortune 100-Unternehmen als Kunde gewonnen. Ein weiterer Ausbau der Niederlassung in den USA ist angesichts der sehr guten Nachfragesituation nach Lizenzmanagement bereits anvisiert.

Die Erweiterung des europäischen Partnergeschäftes soll flankierend hierzu forciert werden, um eine größere Unabhängigkeit von der zuletzt schwächeren Nachfrage in Deutschland zu realisieren.

Positiv herauszustellen ist dabei der Umstand, wonach der überwiegende Teil des Umsatzwachstums weiterhin im margenstarken Produktbereich erzielt werden dürfte. Darüber hinaus rechnen wir aufgrund einer bereits implementierten personellen Kapazitätserweiterung mit einer nur unterproportionalen Kostenentwicklung, so dass Skaleneffekte zum Tragen kommen sollten. Unsere prognostizierte Verbesserung der Ergebnismargen berücksichtigt dies. Gleichzeitig orientiert sich diese an den bestätigten Langfristprognosen der Gesellschaft, wonach bis zum Jahr 2017 umsatzseitig die 100 Mio. € - Marke bei einer bereinigten EBIT-Marge von 15 % erreicht werden soll. Für diese Zielerreichung sehen wir die Notwendigkeit anorganischen Wachstums, welches wir in unseren Planungen aufgrund einer fehlenden Konkretisierung zunächst jedoch unberücksichtigt gelassen haben.

Schließlich ist der weitere Anstieg des Auftragsbestandes zum 30.09.2014 auf 27,23 Mio. € (30.09.13: 23,62 Mio. €) erwähnenswert, welcher gleichzeitig einen neuen historischen Rekordwert markiert. Damit ist die Grundlage für weiteres Umsatz- und Ergebniswachstum in den nächsten 12 Monaten gelegt.

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014, 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,2 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 10,0 % 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 2015 entspricht als Kursziel 13,45 € (bisher: 14,00 €). Die Reduktion des fairen Wertes ist dabei hauptsächlich eine Folge der niedrigeren Prognosen in der Schätzperiode, wodurch auch die Basis für die Stetigkeitsphase niedriger ausgefallen ist.

DCF-Modell

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	4,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	16,2%	ewige EBITA - Marge	14,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	59,90	67,68	77,83	80,91	84,11	87,43	90,88	94,47	
<i>US Veränderung</i>	7,5%	13,0%	15,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,36	1,60	1,91	1,91	1,91	1,91	1,91	1,91	
EBITDA	7,89	9,58	11,25	13,11	13,63	14,16	14,72	15,30	
<i>EBITDA-Marge</i>	13,2%	14,2%	14,5%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	16,2%	
EBITA	5,81	7,49	9,40	11,28	11,72	12,19	12,67	13,17	
<i>EBITA-Marge</i>	9,7%	11,1%	12,1%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	13,9%	14,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,58 10,0%	-0,75 10,0%	-0,94 10,0%	-1,13 10,0%	-1,17 10,0%	-1,22 10,0%	-2,53 20,0%	-2,63 20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	5,23	6,74	8,46	10,15	10,55	10,97	10,13	10,53	
Kapitalrendite	13,0%	16,3%	21,0%	24,9%	24,9%	24,9%	22,2%	22,2%	19,8%
Working Capital (WC)	-2,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>WC zu Umsatz</i>	-4,2%	-3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,88	-0,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	43,88	42,28	40,68	42,29	43,96	45,69	47,50	49,37	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,08	-2,09	-1,85	-1,83	-1,90	-1,98	-2,06	-2,14	
<i>AFA zu OAV</i>	4,7%	4,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,48	-0,49	-0,25	-3,44	-3,57	-3,71	-3,86	-4,01	
Investiertes Kapital	41,38	40,28	40,68	42,29	43,96	45,69	47,50	49,37	
EBITDA	7,89	9,58	11,25	13,11	13,63	14,16	14,72	15,30	
Steuern auf EBITA	-0,58	-0,75	-0,94	-1,13	-1,17	-1,22	-2,53	-2,63	
Investitionen gesamt	-3,35	-4,10	-2,25	-3,44	-3,57	-3,71	-3,86	-4,01	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,48	-0,49	-0,25	-3,44	-3,57	-3,71	-3,86	-4,01	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,88	-0,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	-3,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	3,95	4,73	8,06	8,54	8,88	9,23	8,33	8,66	140,11

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	116,90	122,59
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	39,83	38,65
<i>Barwert des Continuing Value</i>	77,07	83,94
Nettoschulden (Net debt)	-17,38	-18,91
Wert des Eigenkapitals	134,28	141,50
Fremde Gewinnanteile	0,05	0,05
Wert des Aktienkapitals	134,33	141,55
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	12,76	13,45

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	6,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	7,9%	8,4%	8,9%	9,4%	9,9%
17,8%	14,41	13,36	12,50	11,78	11,16
18,8%	15,02	13,90	12,98	12,20	11,55
19,8%	15,62	14,43	13,45	12,63	11,93
20,8%	16,22	14,96	13,93	13,06	12,32
21,8%	16,83	15,50	14,40	13,48	12,70

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 oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

§ 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