



## **Researchstudie (Anno)**

**USU Software AG**



**„Neue Rekordwerte beim Umsatz und Ergebnis erreicht;  
weiteres dynamisches Wachstum in Aussicht“**

**Kursziel: 17,50 €**

**Rating: Kaufen**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 21**

## USU Software AG\*5

### Kaufen

**Kursziel: 17,50**

aktueller Kurs: 15,71  
26.3.2015 / ETR / 09:10 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 165,33  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 145,86  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 36,8 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
VEM Aktienbank AG  
LBBW

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Felix Gode  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 22

### Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business

Mitarbeiter: 452 Stand: 31.12.2014

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	31.12.2014	31.12.2015e	31.12.2016e	31.12.2017e
Umsatz	58,93	67,77	77,84	89,51
EBITDA	8,89	10,06	11,76	14,11
EBIT	6,67	7,77	9,61	12,11
bereinigtes EBIT	7,28	9,21	10,96	13,46
Jahresüberschuss	5,55	6,96	8,62	10,87

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,53	0,66	0,82	1,03
Dividende je Aktie	0,30	0,35	0,45	0,55

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,48	2,15	1,87	1,63
EV/EBITDA	16,41	14,50	12,40	10,34
EV/EBIT	21,86	18,77	15,17	12,04
EV/bereinigtes EBIT	20,05	15,84	13,30	10,83
KGV	29,79	23,76	19,19	15,22
KBV	2,97			

### Finanztermine

04.05.2015: DVFA-Konferenz (SCF)  
21.05.2015: Veröffentlichung Q1-Bericht  
18.06.2015: Hauptversammlung  
20.08.2015: Veröffentlichung HJ-Bericht  
18-20.09.15: IR-Fahrt 2015  
19.11.2015: Veröffentlichung 9M-Bericht

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
8.12.2014: RG / 13,45 / HALTEN  
25.11.2014: RS / 13,45 / HALTEN  
26.8.2014: RS / 14,00 / HALTEN  
29.7.2014: RG / 13,25 / HALTEN  
27.5.2014: RS / 13,25 / HALTEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit Umsatzerlösen in Höhe von 58,93 Mio. € (VJ: 55,71 Mio. €) und damit einem Umsatzwachstum in Höhe von 5,8 % hat die USU-Gruppe im Geschäftsjahr 2014 zum fünften Mal in Folge einen neuen Rekordwert aufgestellt.
- Die internationalen Umsatzerlöse stellen, mit einem Erlösanstieg in Höhe von 78,5 % auf 15,60 Mio. € (VJ: 8,74 Mio. €), die zentrale Wachstumssäule des abgelaufenen Geschäftsjahres dar. Hauptsächlich profitierte hier die USU-Gruppe von einer sehr starken Nachfrage nach der Lizenzmanagementlösung der Tochtergesellschaft Aspera, welche in der Lage war, mehrere Fortune-100-Unternehmen als Kunden zu gewinnen. Insgesamt erhöhte sich dadurch der internationale Umsatzanteil von 15,7 % (GJ 2013) signifikant auf 26,5 %.
- Da der überwiegende Anteil der internationalen Umsätze dem margenstarken Produktsegment zugeordnet werden, erhöhten sich die Erlöse in diesem Bereich insgesamt um 8,9 % auf 45,74 Mio. € (VJ: 42,00 Mio. €). Im Servicegeschäft, dem zweites USU-Segment, reduzierten sich hingegen die Umsätze um -3,1 % auf 13,20 Mio. € (VJ: 13,62 Mio. €). Nach wie vor fehlen in diesem Segment die volumenstarken Großaufträge, was sich in der stagnierenden Umsatzentwicklung bemerkbar macht.
- Die überproportionale Entwicklung der margenstarken Produkterlöse sowie die Realisierung von Skaleneffekten als Folge von nahezu unveränderten operativen Kosten mit fixem Charakter, haben zu einer überproportionalen Ergebnisentwicklung geführt. Bereinigt um Sondereffekte aus Akquisitionen wurde das EBIT um 43,3 % auf 7,28 Mio. € (VJ: 5,08 Mio. €) verbessert. Die bereinigte EBIT-Marge erhöhte sich dementsprechend auf 12,3 % (VJ: 9,1 %).
- Das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 liefert unserer Ansicht nach eine gute Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum und dient als Blaupause für die kommenden Geschäftsjahre. Folglich dürften die internationalen Umsätze weiterhin der wichtigste Wachstumstreiber innerhalb der USU-Gruppe sein. Hier profitiert die Gesellschaft von einer regen Nachfrage nach Lizenzmanagementlösungen in den USA. Mit der neuen Tochtergesellschaft Aspera Inc. sowie der Unternehmenspartnerschaft mit CA Technologies hat sich die USU-Gruppe vielversprechend positioniert. Dadurch sollte das margenstarke Produktgeschäft weiter überproportional zulegen, was eine insgesamt verbesserte Ertragslage nach sich ziehen dürfte. Mit Wachstumsimpulsen rechnen wir auch für das inländische Produktgeschäft, insbesondere im Zusammenhang mit der Weiterentwicklung der Produktpalette.
- Auf dieser Grundlage haben wir unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen, welche sich an die aktualisierte Unternehmens-Guidance orientieren, ausformuliert. Weiterhin dürfte die USU-Gruppe ein über dem Branchenumfeld liegendes solides Umsatzwachstum, welches wir für die nächsten drei Geschäftsjahre in Höhe von jeweils 15,0 % auf 67,77 Mio. € (2015e), 77,84 Mio. € (2016e) respektive 89,51 Mio. € (2017e) ansetzen. Wir rechnen mit einer weiteren Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge und demzufolge einem überproportionalen Ergebnisanstieg auf 9,21 Mio. € (2015e), 10,96 Mio. € (2016e) sowie 13,46 Mio. € (2017e).
- Auf Basis dieser Prognosen errechnet sich in unserem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 17,50 € (bisher: 13,45 €). Angesichts des aktuellen Kursniveaus lautet das daraus resultierende Rating KAUFEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

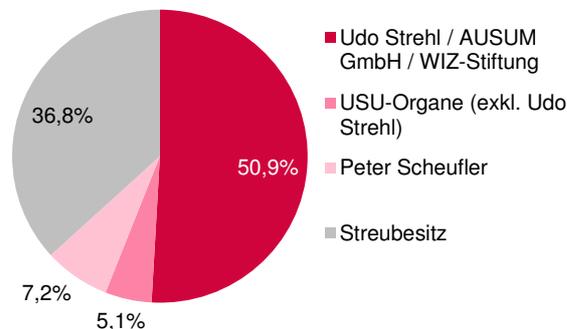
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
Produkte .....	4
Business- und IT-Servicemanagement .....	5
Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions .....	5
Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions .....	5
Software-Lizenzmanagement .....	5
Business Service Monitoring .....	6
Referenzkunden .....	6
<b>Markt und Marktumfeld .....</b>	<b>7</b>
<b>Unternehmensentwicklung &amp; Prognose .....</b>	<b>9</b>
Kennzahlen im Überblick .....	9
Geschäftsentwicklung 2014 .....	10
Umsatzentwicklung 2014 .....	10
Ergebnisentwicklung 2014 .....	11
Bilanzielle und finanzielle Situation .....	14
Entwicklung des Cashflow in 2014 .....	14
Prognose und Modellannahmen .....	16
Unternehmensstrategie .....	16
Umsatzprognosen .....	17
Ergebnisprognosen .....	17
<b>Bewertung .....</b>	<b>19</b>
Modellannahmen .....	19
Bestimmung der Kapitalkosten .....	19
Bewertungsergebnis .....	19
DCF-Modell .....	20
<b>Anhang .....</b>	<b>21</b>

## UNTERNEHMEN

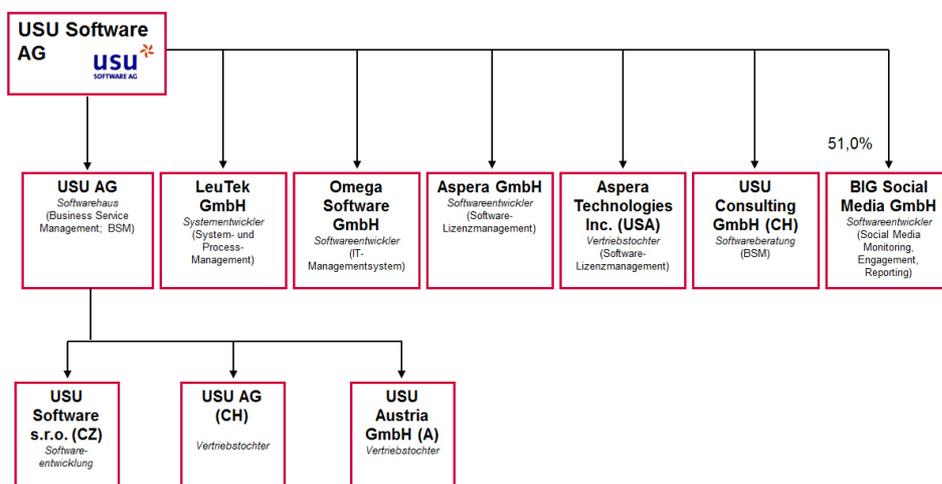
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	50,9%
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	5,1%
Peter Scheufler	7,2%
Streubesitz	36,8%

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe (USU) umfasst derzeit neun inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften. Hier findet sich ein wichtiger Baustein der Unternehmensstrategie wieder. So sollen beispielsweise die Konzernaktivitäten zielgerichtet durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe sukzessive ausgebaut werden. Mit den letzten beiden Akquisitionen wurden der Lizenzmanagement-Spezialist Aspera GmbH (2010) sowie die im Bereich des Social Media Management tätige BIG Social Media GmbH (2013) erworben und damit das Leistungsspektrum ausgebaut. Insbesondere die Aspera GmbH steuert einen wichtigen Beitrag zur konzernweiten Umsatz- und Ergebnisentwicklung bei.

### Produkte

Das Leistungsspektrum der USU Software AG lässt sich in die Bereiche „Business- und IT-Servicemanagement“, „Wissens- und Lösungsdatenbanken“, „Maßgeschneiderte Anwenderlösungen“, „Software-Lizenzmanagement“ und „Business Service Monitoring“ untergliedern. Der Kerngedanke und der Vorteil beim Einsatz der USU-Produktpalette liegen in einer Steigerung der Effizienz und in der Optimierung der Kosten bei der Nutzung der Informationstechnologie.

### ***Business- und IT-Servicemanagement***

Das Kernprodukt im Business- und IT-Servicemanagement stellt die modular aufgebaute Produktsuite Valuemation dar. Dabei ermöglicht Valuemation beispielsweise neben der effektiven Bestandsverwaltung der Hard- und Software eines Unternehmens auch den sicheren Betrieb der IT und der damit verbundenen Geschäftsprozesse. Mit dem ganzheitlichen Portfolio von USU können die USU-Kunden ihre IT-Landschaft laufend aktiv transparent darstellen, verwalten, überprüfen und steuern. Das Ziel ist dabei eine kostenoptimale und servicebezogene Einbindung der IT in die Geschäftsprozesse der Unternehmen.

### ***Wissens- und Lösungsdatenbanken - Knowledge Solutions***

Das Kernprodukt dieses Bereiches ist das USU KnowledgeCenter, eine modular aufgebaute und webbasierte Produktsuite für die Informationsbereitstellung in wissensintensiven Geschäftsprozessen. Ein wichtiges Modul des USU KnowledgeCenter ist der USU KnowledgeMiner, eine selbstlernende Suchmaschine, deren Technologie patentiert wurde. Adressiert werden Unternehmen, die schnell auf strukturierte und unstrukturierte Informationen zurückgreifen müssen und auf eine schnelle Informationsversorgung der Anwender abzielen. Eine der wichtigsten Zielgruppen in diesem Bereich sind beispielsweise Call Center, die eine Vielzahl unterschiedlichster Auskünfte erteilen müssen und daher in großen, heterogen verteilten Datenmengen recherchieren. Auch die Social-Media-Technologie der mehrheitlich übernommenen BIG Social Media GmbH soll in der Wissensdatenbank USU KnowledgeCenter integriert werden. Durch diese Verknüpfung, woraus sich für die USU im Bereich des wissensbasierten Servicemanagement ein Alleinstellungsmerkmal ergibt, sollen die USU-Kunden zusätzlich auch Informationen über Kunden- und Markttrends herauslesen können. Durch den strategischen Zusammenschluss verspricht sich die Gesellschaft zudem weitere internationale Wachstumspotenziale.

### ***Maßgeschneiderte Anwenderlösungen - Business Solutions***

Aufträge, welche einen individuellen Charakter vorweisen, werden diesem Bereich zugeordnet. In der Regel handelt es sich hier um eine reine Anwendungsentwicklung von Softwarelösungen gemäß den Anforderungen des Kunden. Somit erreicht die USU über den Bereich Business Solutions einen hohen Individualisierungsgrad. Insofern entspricht der Bereich Business Solutions dem Segment Servicegeschäft der USU-Gruppe. In Einzelfällen können dabei auch die USU-Standardprodukte zum Einsatz kommen, beispielsweise im Projekt 115 der Bundesregierung zum Aufbau einer deutschlandweiten Behördenhotline, in welcher eine Wissensmanagement-Lösung auf Grundlage des USU KnowledgeCenter die Basis der Informationsversorgung der Bürger bildet.

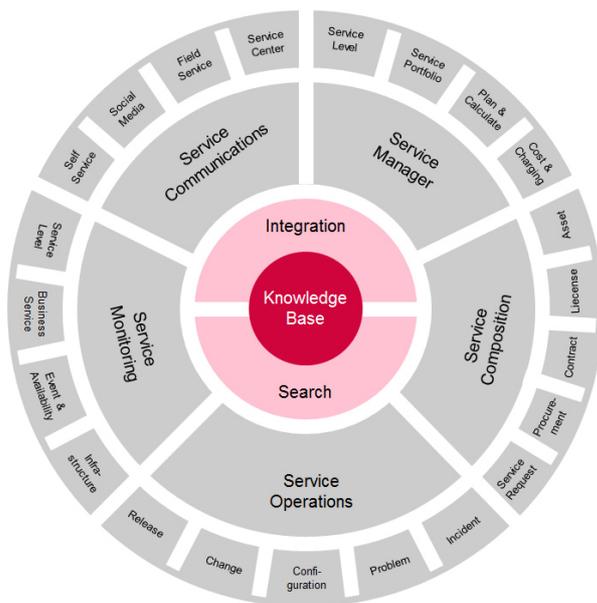
### ***Software-Lizenzmanagement***

Nutzer der Software SmartTrack (Software der Tochtergesellschaft Aspera GmbH) können mit Hilfe eines eigenentwickelten Softwarekatalogs eine Bilanz über die im Einsatz befindlichen Softwarelizenzen erstellen. Damit können einerseits Unterlizenzierungen schnell offengelegt und somit etwaige Strafzahlungen oder Rechtsverfolgungen vermieden werden. Andererseits lassen sich für die Nutzer von SmartTrack aber auch Überlizenzierungen erkennen und somit Einsparpotenziale realisieren. Laut Aussagen der Gesellschaft können Kunden ihre Softwareinvestitionen um bis zu 30 % reduzieren. Damit wäre der Einsatz von SmartTrack in der Regel bereits nach einem Jahr amortisiert. SmartTrack ist ein Bestandteil der Kernproduktsuite Valuemation, welche ihrerseits dem Business Service Management zugeordnet werden kann.

### Business Service Monitoring

Über das ZIS-System der Tochtergesellschaft LeuTek GmbH können alle Bereiche und Ressourcen eines Rechenzentrums überwacht, gesteuert und bedient werden. Im Rahmen der Ausrichtung der USU-Gruppe auf den Wachstumsmarkt des wissensbasierten Service Management erfolgte die Anbindung der ZIS-Produkte von LeuTek an die Produktsuite Valuemation.

### Die Knowledge Business Produktsuite der USU-Gruppe



Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Referenzkunden

Mit ihren Produkten hat die USU Software AG einen namhaften Kundenstamm aufgebaut. Vertreten sind Unternehmen verschiedener Branchen, wodurch keine spezifische Branchenabhängigkeit gegeben ist:

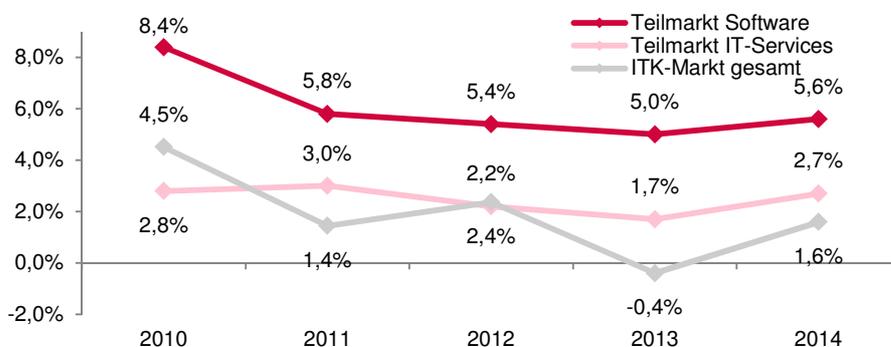


Quelle: USU Software AG; GBC AG

## MARKT UND MARKTUMFELD

Die Umsätze der deutschen IT-Branche legten im abgelaufenen Kalenderjahr 2014 in Summe um +1,6 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum zu. Nachdem in 2013 ein Umsatzrückgang in Höhe von -0,4 % verzeichnet wurde, ist damit die Rückkehr zum Wachstum geglückt. Damit entwickelte sich der deutsche ITK-Markt im Gleichschritt zur allgemeinen konjunkturellen Entwicklung in Deutschland, welche gemessen am BIP ebenfalls um +1,6 % zulegen konnte. Innerhalb der Branche lässt sich jedoch eine heterogene Entwicklung der unterschiedlichen Teilbereiche erkennen. Besonders schwach präsentierte sich dabei erneut der Bereich „Consumer Electronics“, mit einem Umsatzrückgang in Höhe von -1,5 %. Die für die USU Software AG ausschlaggebenden Teilmärkte „Software“ und „IT-Services“ wiesen hingegen ein Umsatzwachstum in Höhe von 5,6 % sowie 2,7 % auf und entwickelten sich entsprechend erneut überproportional.

### Umsatzentwicklung ITK-Markt und Unterbereiche (in %)

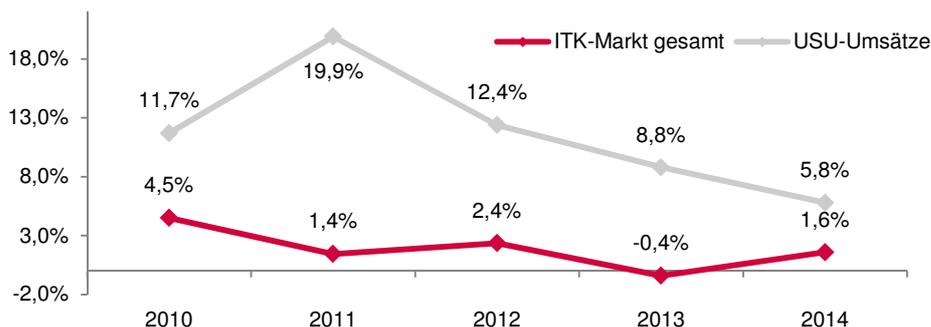


Quelle: BITKOM; GBC AG

Damit ist die USU Software AG sowohl im gesamtwirtschaftlichen als auch im branchentypischen Vergleich in einem verhältnismäßig dynamischen Marktumfeld tätig. Auch zukünftig dürfte die hohe Wachstumsdynamik anhalten. Der Digitalverband BITKOM rechnet für das Gesamtjahr 2015 mit einem Wachstum im Software-Bereich in Höhe von 5,5 % und damit in etwa auf dem Wachstumsniveau des Vorjahres. Der Bereich IT-Services dürfte, gemäß BITKOM-Prognosen, mit 3,0 % etwas stärker als im Vorjahr wachsen.

Die USU Software AG war in den letzten Geschäftsjahren stets in der Lage, das selbstgesteckte Ziel eines über dem Branchenumfeld liegenden Umsatzwachstums zu erzielen. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 war dies der Fall, mit einem Anstieg der Umsatzerlöse in Höhe von 5,7 %, dem gegenüber ein Umsatzwachstum der ITK-Gesamtbranche in Höhe von 1,6 % steht.

### Umsatzentwicklung ITK-Markt vs. Umsatzentwicklung USU Software AG



Quelle: BITKOM; USU Software AG; GBC AG

Ein ausschlaggebender Faktor für die in Relation zum Gesamtmarkt dynamische Geschäftsentwicklung der USU Software AG ist die erfolgreiche Umsetzung der Internationalisierungsstrategie. Insbesondere der deutliche Ausbau des US-amerikanischen Geschäftes sowie auch die Ausweitung der Umsätze in Europa sind hierfür verantwortlich. Vor diesem Hintergrund ist daher für die USU Software AG auch die Entwicklung des internationalen ITK-Branchenumfelds relevant.

Speziell die Teilbereiche Software und IT-Services in den für die USU Software AG wichtigen Regionen Nordamerika und Europa zeichnen sich durch eine hohe Wachstumsdynamik, sowohl im Verhältnis zum ITK-Gesamtmarkt als auch im Vergleich zur globalen Konjunktur, aus. Im weltweit größten Markt Nordamerika wird für 2014 im Bereich Software und IT-Services insgesamt ein Umsatzanstieg in Höhe von 5,9 % prognostiziert. Dazu korrespondierend rechnet man für den europäischen Markt mit einem Wachstum in Höhe von 3,6 %.

Bis zum Jahr 2017 wird darüber hinaus ein jährlicher Umsatzanstieg in Höhe von 4,8 % (Nordamerika) respektive 4,2 % (Europa) prognostiziert.

#### Umsatzentwicklung mit IT-Services und Software



Quelle: Statista.com, IDATE, PAC, GBC AG; \*Prognose

Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einer Fortsetzung der überproportionalen Entwicklung der USU-Umsätze, zumal die Gesellschaft mit den Tochtergesellschaften Aspera GmbH, Aspera Technologies Inc. und BIG Social Media GmbH Teilmärkte erschlossen hat, die von einer hohen Dynamik geprägt sind. So kommt der IT-Dienstleister Insight in seiner Studie „Lizenzmanagement in Europa“ zu der Erkenntnis, dass etwa 90,0 % der deutschen Unternehmen zu viele Lizenzen besitzen. Da jedoch die Optimierung von Softwarelizenzen zu den grundlegenden Faktoren einer schnellen Kostenoptimierung (Quelle: PWC) zählen, herrscht in diesem Bereich noch ein großes Aufhol- und Einsparpotenzial. Hiervon dürfte der Lizenzmanagementspezialist Aspera GmbH profitieren.

Auch der Bereich Social Media Monitoring und Social Media Reporting sollte angesichts der immer stärker werdenden Verbindung zwischen Unternehmen und Social Media-Kanäle (künftig dürften Unternehmen neben Marketingaktivitäten auch bspw. Serviceaufgaben über die sozialen Medien generieren) stark wachsen.

## UNTERNEHMENSENTWICKLUNG & PROGNOSE

### Kennzahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2013	GJ 2014	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	55,71	58,93	67,77	77,84	89,51
Herstellungskosten	-26,93	-27,65	-31,85	-36,50	-41,62
Bruttoergebnis vom Umsatz	28,78	31,28	35,92	41,33	47,89
Marketing- und Vertriebskosten	-9,11	-8,57	-9,49	-10,82	-12,31
Allgemeine und Verwaltungskosten	-5,87	-6,45	-7,32	-8,17	-9,04
Forschungs- und Entwicklungskosten	-9,43	-9,64	-10,15	-11,68	-13,43
Abschreibungen auf immaterielles Anlagevermögen	-1,36	-1,26	-1,34	-1,25	-1,25
sonstige betriebliche Erträge	0,61	1,51	0,40	0,45	0,45
sonstige betriebliche Aufwendungen	-0,22	-0,19	-0,25	-0,25	-0,20
<b>Betriebsergebnis</b>	<b>3,41</b>	<b>6,67</b>	<b>7,77</b>	<b>9,61</b>	<b>12,11</b>
Zinserträge	0,11	0,50	0,20	0,20	0,20
Zinsaufwendungen	-0,65	-0,57	-0,24	-0,24	-0,24
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>2,87</b>	<b>6,60</b>	<b>7,73</b>	<b>9,57</b>	<b>12,07</b>
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,78	-1,08	-0,77	-0,96	-1,21
Minderheitenanteile	0,03	0,04	0,00	0,00	0,00
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>3,68</b>	<b>5,55</b>	<b>6,96</b>	<b>8,62</b>	<b>10,87</b>
EBITDA	5,49	8,89	10,06	11,76	14,11
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>9,9%</i>	<i>15,1%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,1%</i>	<i>15,8%</i>
EBIT	3,41	6,67	7,77	9,61	12,11
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>6,1%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,5%</i>
bereinigtes EBIT	5,08	7,28	9,21	10,96	13,46
<i>in % der Umsatzerlöse</i>	<i>9,1%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,6%</i>	<i>14,1%</i>	<i>15,0%</i>
Ergebnis je Aktie in €	0,35	0,53	0,66	0,82	1,03
Dividende je Aktie in €	0,25	0,30	0,35	0,45	0,55
Aktienzahl in Mio. Stück	10,52	10,52	10,52	10,52	10,52

Quelle: USU Software AG; GBC AG

## Geschäftsentwicklung 2014

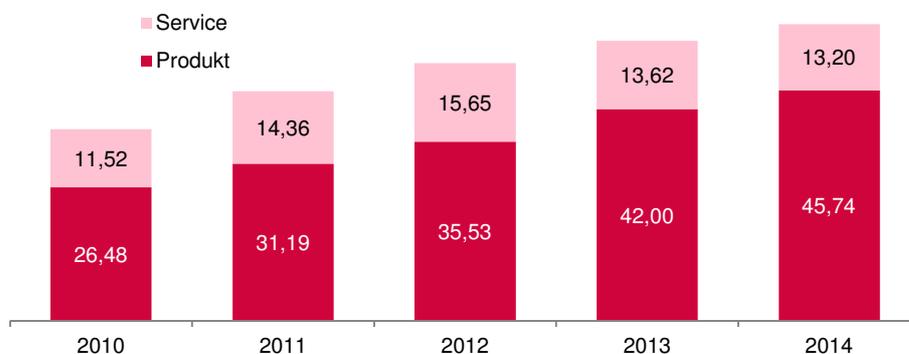
in Mio. €	GJ 2012	Δ zum VJ	GJ 2013	Δ zum VJ	GJ 2014
Umsatzerlöse	51,23	+8,8%	55,71	+5,8%	58,93
Umsatzerlöse – Produkt	35,53	+18,2%	42,00	+8,9%	45,74
Umsatzerlöse - Service	15,65	-13,0%	13,62	-3,1%	13,20
EBITDA	5,27	+4,3%	5,49	+61,9%	8,89
EBITDA-Marge	10,3%	-0,4Pp.	9,9%	+5,2Pp.	15,1%
EBIT	3,53	-3,4%	3,41	+95,8%	6,67
EBIT-Marge	6,9%	-0,8Pp.	6,1%	+5,2Pp.	11,3%
bereinigtes EBIT	7,07	-28,1%	5,08	+43,1%	7,28
bereinigte EBIT-Marge	13,8%	-4,7Pp.	9,1%	+3,2Pp.	12,3%
Jahresüberschuss	4,83	-23,8%	3,68	+50,9%	5,55
EPS in €	0,46	-23,8%	0,35	+50,9%	0,53

Quelle: USU Software AG; GBC AG

## Umsatzentwicklung 2014

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 58,93 Mio. € (VJ: 55,71 Mio. €) hat die USU-Gruppe mit einem rein organischen Umsatzwachstum in Höhe von 5,8 % zum fünften Mal in Folge einen neuen historischen Rekordwert erreicht. Mit einem starken Jahresendspurt wurden sowohl die Unternehmens-Guidance (knapp 60,0 Mio. €) als auch unsere Umsatzprognosen (59,90 Mio. €) nahezu erreicht. Wie in den Vorjahren stammte das Umsatzwachstum in 2014 ausschließlich aus dem Produktgeschäft, worin sämtliche Aktivitäten rund um die USU-Produktpalette zusammengefasst sind.

## Segmentumsätze (in Mio. €)



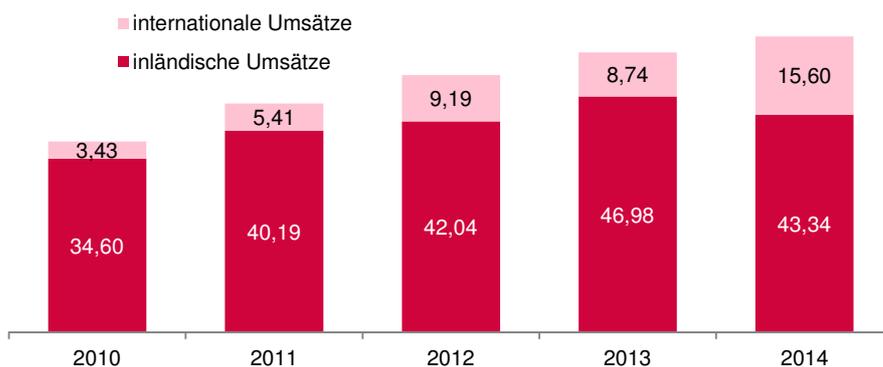
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Entgegen dem Wachstum im Produktgeschäft reduzierten sich die Umsätze im Servicebereich (Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten; individuellen Anwenderentwicklungen) abermals auf 13,20 Mio. € (VJ: 13,62 Mio. €) um 3,1%. Nach wie vor muss die USU-Gruppe in diesem Segment mit mehreren Kleinaufträgen fehlende große Projekte kompensieren. Insgesamt weist die USU im Servicebereich eine erhöhte Auslastung bei den fest angestellten Beratern aus, wohingegen bei den Freelancern eine rückläufige Umsatzentwicklung verzeichnet wurde.

Dem Servicesegment steht jedoch ein starker und kontinuierlicher Erlösanstieg im Produktbereich in Höhe von 8,9 % auf 45,74 Mio. € (VJ: 42,00 Mio. €) entgegen. Hierfür ausschlaggebend ist die überproportionale Entwicklung der internationalen Umsätze, welche vornehmlich dem Produktbereich zuzuordnen sind. Die auf Lizenzmanagement spezialisierte amerikanische Tochtergesellschaft Aspera Technologies Inc. hat dabei in

2014 mehrere Großaufträge (darunter von Fortune-100-Unternehmen) gewonnen und ein entsprechend starkes Umsatzwachstum generiert. Die Aspera-Akquisition (Erwerbsjahr: 2010) hat sich über die letzten Geschäftsjahre hinweg zum größten Wachstumsfaktor herauskristallisiert. Hier spielt auch die Partnerschaft mit CA Technologies (Partnerschaft beinhaltet Lizenzmanagementlösung der Aspera) eine wichtige Rolle, da einerseits zusätzliches Wachstum generiert sowie andererseits der Bekanntheitsgrad gesteigert wird. Insgesamt verbesserten sich die internationalen Umsatzerlöse im Geschäftsjahr 2014 um 78,5 % auf 15,60 Mio. € (VJ: 8,74 Mio. €) und der entsprechende Umsatzanteil erhöhte sich signifikant auf 26,5 % (VJ: 15,7 %):

### Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)



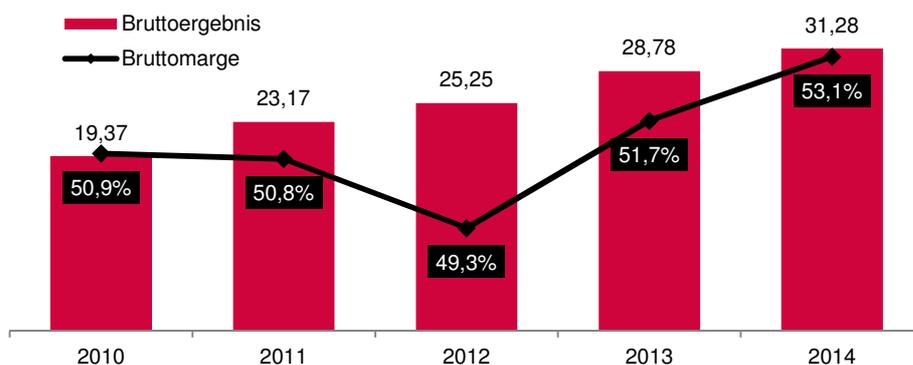
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Umsatzaufteilung nach inländischen und internationalen Umsatzerlösen liefert demnach ein heterogenes Bild ab. Während die USU-Gruppe einen deutlichen Erlösanstieg im Ausland verzeichnet hat, reduzierten sich die Umsätze in Deutschland um 7,7 % auf 43,34 Mio. € (VJ: 46,98 Mio. €). Hier sind insbesondere Investitionsverschiebungen von Kunden aus dem Finanzsektor (Versicherungen, Bausparkassen etc.), welche vom niedrigen Zinsniveau belastet sind, zu nennen.

### Ergebnisentwicklung 2014

Das überproportionale Umsatzwachstum im margenstarken Produktsegment hatte im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 eine Verbesserung der Ergebnismargen zur Folge. Bereits auf Ebene des Bruttoergebnisses (Umsatzerlöse ohne Herstellkosten des Umsatzes) wurde mit einer signifikanten Verbesserung der Ergebnismarge auf 53,1 % (VJ: 51,7 %) die Grundlage für eine überproportionale Ergebnissteigerung gelegt:

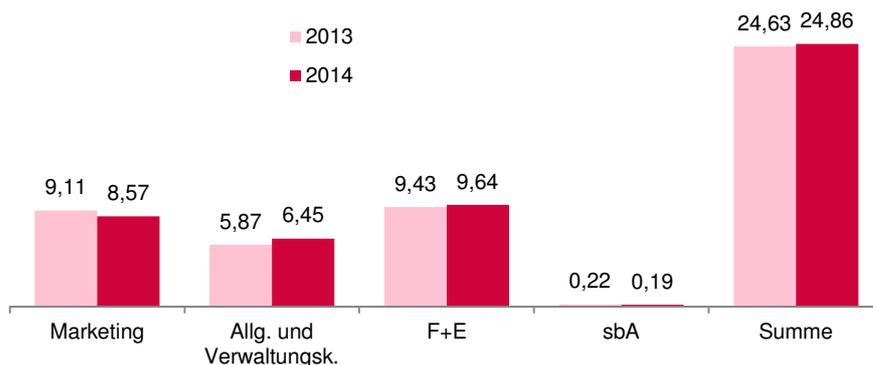
### Bruttoergebnis (in Mio. €) und Bruttomarge (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Hierauf aufbauend hat die USU-Gruppe eine sehr hohe Kostendisziplin an den Tag gelegt, mit weiteren operativen Kosten in Höhe von 24,86 Mio. € (VJ: 24,63 Mio. €), welche damit nahezu exakt auf dem Niveau des Vorjahres lagen. Lediglich im Bereich der Allgemeinen- und Verwaltungskosten verzeichnete die USU, aufgrund der Erweiterung des Vorstands von ein auf drei Vorstandsmitglieder sowie des Belegschaftsaubaus, einen Kostenanstieg.

#### Kostenentwicklung im Jahresvergleich (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf Grundlage des Anstieges des Bruttoergebnisses konnte die USU-Gruppe demnach Skaleneffekte heben. Da ein deutlicher Ausbau der Konzernbelegschaft als Basis für das erwartete Unternehmenswachstum bereits in den Vorjahren erfolgt ist, rechnen wir künftig mit einer weiterhin unterproportionalen Kostenentwicklung.

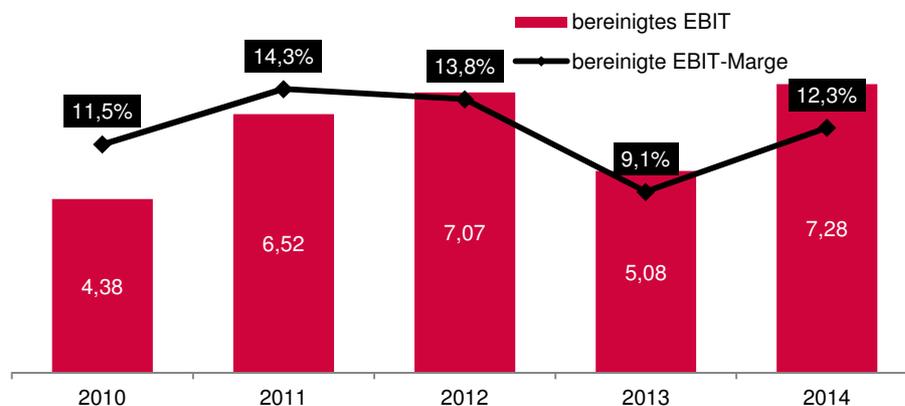
Die genannten Effekte hatten eine deutliche Ausweitung des EBIT auf 6,67 Mio. € (VJ: 5,49 Mio. €) und dementsprechend eine Verbesserung der EBIT-Marge auf 11,3 % (VJ: 6,1 %) zur Folge. Beim EBIT profitierte die Gesellschaft zudem von einer ergebniswirksamen Anpassung der earn-out-bedingten Kaufpreisverbindlichkeit für die BIG Social Media GmbH in Höhe von 0,97 Mio. €. Ausschlaggebend dafür war die operative Entwicklung des Geschäftsjahres 2013 (unter anderem maßgeblich für die Berechnung des earn-out), welche eher verhalten ausfiel. Um eine höhere Transparenz zu gewährleisten, hat die Gesellschaft in einer bereinigten EBIT-Berechnung die Sondereffekte im Zusammenhang mit den Unternehmensakquisitionen eliminiert:

Bereinigtes Konzernergebnis (in Mio. €)	2013	2014
EBIT	3,41	6,67
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte*	1,36	1,26
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	0,31	-0,65
<b>Bereinigtes EBIT</b>	<b>5,08</b>	<b>7,28</b>
Finanzergebnis	-0,54	-0,08
Steuern vom Einkommen und Ertrag	0,78	1,08
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	-0,19	-0,15
Minderheitenanteile	0,03	0,00
<b>Bereinigtes Konzernergebnis</b>	<b>5,17</b>	<b>5,96</b>
<b>Bereinigtes EPS</b>	<b>0,49</b>	<b>0,57</b>

\*grau unterlegte Zeilen stellen die Bereinigungen gegenüber der Konzern GuV dar  
Quelle: USU Software AG

Das bereinigte EBIT kletterte dementsprechend auf 7,28 Mio. € (VJ: 5,08 Mio. €) und markiert einen neuen historischen Rekordwert. Die EBIT-Marge verbesserte sich auf 12,3 % (VJ: 9,1 %):

**Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)**



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Verbesserung des operativen Ergebnisses findet sich auch in der Entwicklung des Nachsteuerergebnisses, mit einem Anstieg in Höhe von 50,9 % auf 5,55 Mio. € (VJ: 3,68 Mio. €) wieder. Das bereinigte Konzernergebnis kletterte hingegen lediglich um 15,4 % auf 5,96 Mio. € (VJ: 5,17 Mio. €). Ursächlich hierfür ist ein in 2013 ausgewiesener Steuerertrag in Höhe von 0,78 Mio. €, wohingegen im Geschäftsjahr 2014 Steueraufwendungen in Höhe von -1,08 Mio. € angefallen sind. In den Steueraufwendungen sind einerseits die Mindestbesteuerung auf Konzernebene sowie andererseits die volle Besteuerung der Gewinne der Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH zu finden. Bei der Tochtergesellschaft liegt noch kein Ergebnisabführungsvertrag vor, wodurch die konzernweiten Verlustvorträge für das BIG-Ergebnis noch nicht genutzt werden können.

Das Geschäftsjahr 2014 ist im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen (siehe GBC-Researchstudie vom 25.11.2014). Sowohl auf Umsatzebene als auch beim bereinigten EBIT weisen die von der Gesellschaft veröffentlichten Zahlen nur geringfügige Abweichungen zu unseren Prognosen auf.

in Mio. €	GBC-Prognosen 2014	Abweichung	GJ 2014 (as reported)
Umsatzerlöse	59,90	-1,6%	58,93
EBIT (bereinigt)	7,33	-0,7%	7,28

Quelle: USU Software AG; GBC AG

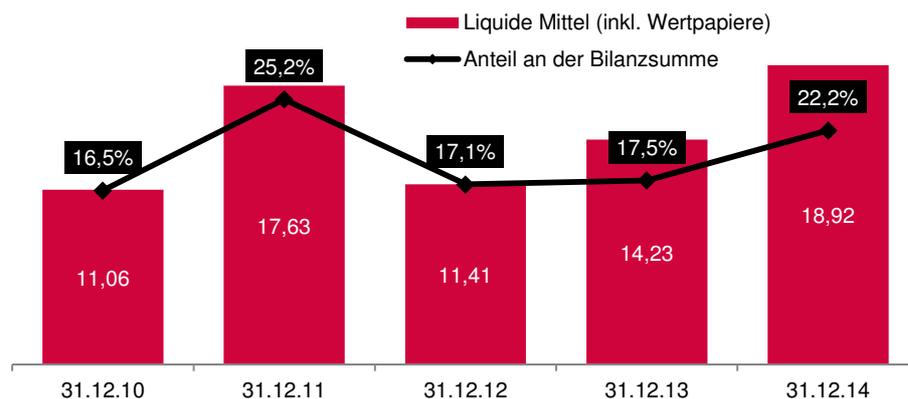
## Bilanzielle und finanzielle Situation

in Mio. €	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014
Eigenkapital	52,31	53,28	55,61
EK-Quote (in %)	78,4%	65,4%	65,3%
Operatives Anlagevermögen	40,01	45,48	44,18
Working Capital	-0,92	-5,38	-5,52
Net Debt	-13,21	-16,04	-19,47

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die ohnehin sehr solide Bilanzstruktur der USU-Gruppe hat sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 weiter verbessert. Allen voran zu nennen ist die Steigerung des Eigenkapitals auf 55,61 Mio. € (31.12.13: 53,28 Mio. €). Bezogen auf eine verlängerte Bilanz hat sich die dazugehörige EK-Quote mit 65,3 % gegenüber dem Vorjahr (31.12.13: 65,4 %) kaum verändert. Auf der Passivseite wird die Bilanzverlängerung hauptsächlich vom Anstieg des Eigenkapitals getragen. Aktivseitig zeichnet dafür in erster Linie der deutliche Anstieg der liquiden Mittel auf 18,92 Mio. € (31.12.13: 14,23 Mio. €) verantwortlich. Bei den übrigen Bilanzpositionen haben sich nur vergleichsweise geringfügige Veränderungen ergeben.

### Liquide Mittel (in Mio. €) und Anteil an der Bilanzsumme (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Nach wie vor wird die Aktivseite der Bilanz, neben den liquiden Mitteln, von den im Rahmen von Unternehmensakquisitionen entstandenen Firmenwerten dominiert. Mit 34,60 Mio. € (31.12.13: 34,60 Mio. €) haben diese einen Anteil in Höhe von 40,6 % (31.12.13: 42,5 %) an der Bilanzsumme.

Das Eigenkapital ist die dominierende Größe der Passivseite. Darüber hinaus weist die USU-Gruppe erhaltene Anzahlungen in einer nennenswerten Größenordnung in Höhe von 11,00 Mio. € (31.12.13: 11,21 Mio. €) auf. Diese stehen im Zusammenhang sowohl mit den Vorauszahlungen aus der CA-Partnerschaft für die kommenden Geschäftsjahre als auch mit projektbezogenen Anzahlungen.

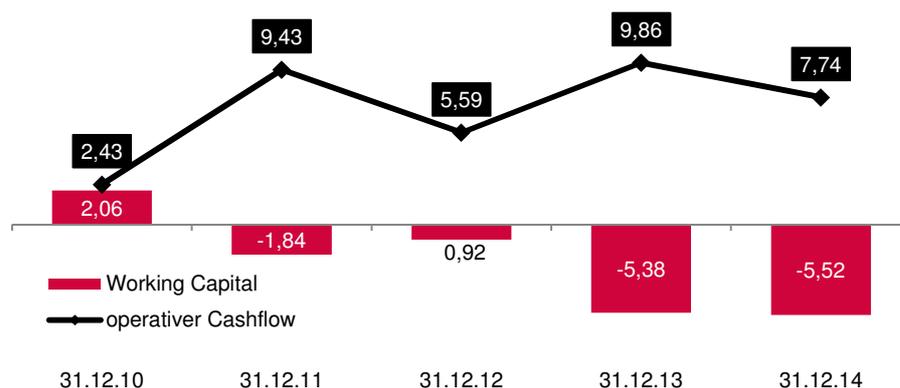
### Entwicklung des Cashflow in 2014

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013	GJ 2014
Cashflow (operativ)	5,59	9,86	7,74
Cashflow (Investition)	-0,24	-4,30	-1,10
Cashflow (Finanzierung)	-11,08	-2,63	-2,63
<b>Summe</b>	<b>-5,73</b>	<b>2,93</b>	<b>4,01</b>

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der dargestellte Anstieg der Liquidität ist eine Folge des abermals deutlich positiven operativen Cashflows in Höhe von 7,74 Mio. € (VJ: 9,86 Mio. €). Die gegenüber dem Vorjahr rückläufige Entwicklung ist in erster Linie auf die im Geschäftsjahr 2013 erfolgten Vorabzahlungen im Rahmen der CA-Partnerschaft zurückzuführen, welche einen mehrjährigen Zeitraum bei einer Mindestabnahme in Höhe von 1,0 Mio. € p.a. enthielten. Solche Vorabzahlungen resultieren in einem niedrigen Niveau des Nettoumlaufvermögens (Working Capital), was insgesamt den Kapitaleinsatz der USU-Gruppe vermindert und folglich einen hohen operativen Cashflow ermöglicht. Das Working Capital belief sich zum 31.12.14 auf -5,52 Mio. € (31.12.13: -5,38 Mio. €).

#### Operativer Cashflow (in Mio. €) vs. Working Capital (in Mio. €)

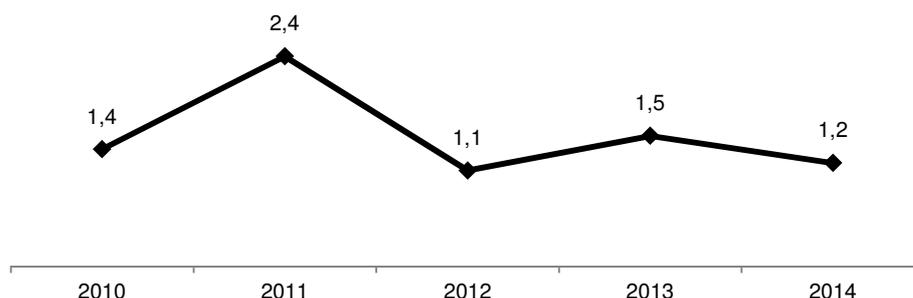


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aufgrund eines nahezu unveränderten Working Capitals (-0,14 Mio. € ggü. VJ), ist die Qualität des operativen Cashflows in Höhe von 7,74 Mio. € höher einzuschätzen als im Vorjahr, da dieser nahezu ausschließlich aus dem laufenden operativen Geschäft generiert wurde. Im Vorjahr hatten hingegen die CA-Vorabzahlungen den operativen Cashflow positiv beeinflusst.

Die Investitionen haben sich im abgelaufenen Geschäftsjahr 2014 auf -1,10 Mio. € (VJ: -4,30 Mio. €) deutlich reduziert und sind damit wieder auf Normalniveau gefallen. Der Vorjahreswert war hauptsächlich vom mehrheitlichen Erwerb der BIG Social Media GmbH geprägt. In Summe bedeutet dies einen Anstieg des freien Cashflows auf 6,64 Mio. € (VJ: 5,56 Mio. €). Grundsätzlich war die USU-Gruppe in den letzten Geschäftsjahren in der Lage, die Investitionen, wie beispielsweise den Erwerb von Tochtergesellschaften (Aspera; BIG), aus dem laufenden operativen Cashflow zu stemmen. Dies ist ein weiterer Beleg für die hohe Ergebnisqualität, welche von entsprechend hohen Cashflows flankiert wird. Bei einer somit erreichten Cash-Conversion-Rate in Höhe von 1,2 (VJ: 1,5), steht dem Jahresüberschuss ein 1,2facher Liquiditätszugang entgegen. Über die letzten fünf Geschäftsjahre hinweg lag die Cash-Conversion-Rate bei einem Wert von durchschnittlich 1,5.

#### Cash-Conversion-Rate



Quelle: USU Software AG; GBC AG

## Prognose und Modellannahmen

GuV (in Mio. €)	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	67,77	77,84	89,51
EBITDA	10,06	11,76	14,11
EBITDA-Marge	14,8%	15,1%	15,8%
EBIT	7,77	9,61	12,11
EBIT-Marge	11,5%	12,4%	13,5%
bereinigtes EBIT	9,21	10,96	13,46
bereinigte EBIT-Marge	13,6%	14,1%	15,0%
Jahresüberschuss	6,96	8,62	10,87
EPS in €	0,66	0,82	1,03

Quelle: GBC AG

### Unternehmensstrategie

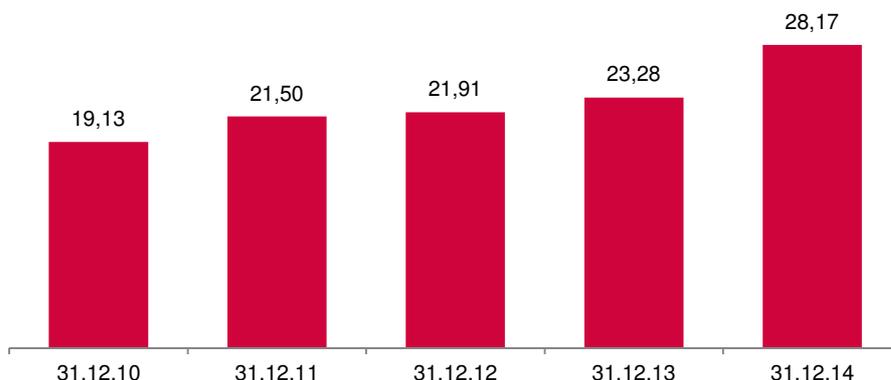
Das abgelaufene Geschäftsjahr 2014 liefert eine aussagekräftige Grundlage für die weitere Unternehmensentwicklung. Insbesondere die überproportionale Entwicklung des margenstarken Produktgeschäftes, verbunden mit einem deutlichen Anstieg der internationalen Erlöse, sind unserer Ansicht nach auch in den kommenden Geschäftsjahren als wesentlichen Wachstumstreiber zu erachten. Wie auch in den letzten Geschäftsjahren ist, gemäß Unternehmensstrategie, weiteres anorganisches Wachstum ein explizites Ziel.

Das internationale Wachstum dürfte weiterhin den größten Wachstumsbeitrag für die kommenden Geschäftsjahre liefern. Beispielhaft hierfür steht die hohe Nachfrage nach der Lizenzmanagementlösung der Tochtergesellschaft Aspera, welche im vergangenen Jahr in der Lage war, in den USA mehr Fortune-100-Unternehmen als Kunden neu zu gewinnen. Um die hohen Umsatzpotenziale in Nordamerika stärker zu nutzen, hat die Gesellschaft mit der Aspera Inc. eine US-amerikanische Tochtergesellschaft gegründet. Speziell in den USA erkennt die USU-Gruppe eine hohe Nachfrage nach auditfähigem Lizenzmanagement, wodurch für die Kunden einerseits Kosteneinsparungen erzielt werden können sowie andererseits eine vertragskonforme Lizenzierung gewährleistet wird. Unterstützend wirkt sich diesbezüglich auch die Partnerschaft mit CA Technologies, einem der weltweit größten IT-Unternehmen aus. Die Nutzung der damit verbundenen Vertriebskanäle sowie die allgemeine Steigerung des Bekanntheitsgrades des USU-Produktes werden für zusätzliche Wachstumsimpulse sorgen. Begonnene Partneraktivitäten in England, Italien und den BeNeLux-Staaten sowie die Erschließung des französischen Marktes werden ebenfalls das Wachstum der internationalen Erlöse forcieren.

Auch im Inland dürfte das Produktgeschäft weiteres Wachstum, wenngleich auf niedrigerem Niveau, generieren. Ein wichtiger Faktor ist die Weiterentwicklung der USU-Produkte, womit einerseits die bestehenden Kunden adressiert sowie andererseits neue Kundengruppen erschlossen werden. Das Servicegeschäft dürfte hingegen auf dem aktuellen Niveau stagnieren, mit leichten Wachstumstendenzen. Dieses Segment wird aller Voraussicht nach auch im laufenden Geschäftsjahr 2015 von kleineren Aufträgen geprägt sein. Hier hat die Gesellschaft bereits den Einsatz freier Mitarbeiter reduziert und dementsprechend eine Erhöhung der Auslastungsquote beim fest eingestellten Personal erreicht.

Strategiekonform liegt demnach der grundsätzliche Fokus der USU-Gruppe auf dem margenstarken Produktgeschäft. Hierfür findet sich mit einem Auftragsbestand in Höhe von 28,17 Mio. € (VJ: 23,28 Mio. €) bereits eine aussagekräftige Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum:

### Auftragsbestand (in Mio. €)



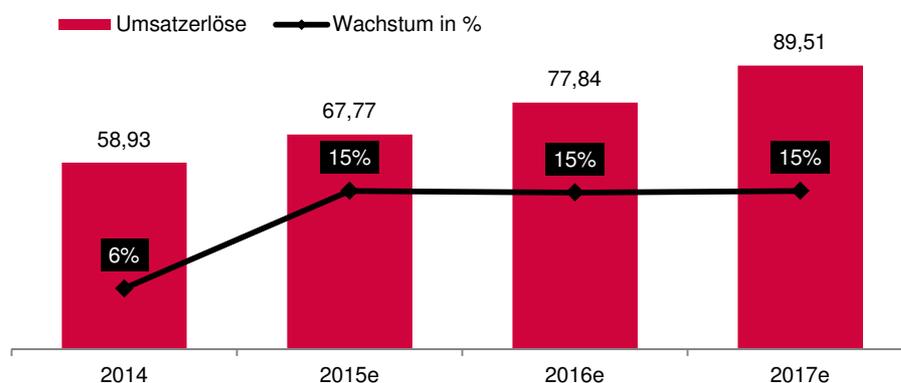
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Mögliches anorganisches Wachstum, als weiteren expliziten strategischen Baustein der USU-Gruppe, haben wir in unseren Prognosen, aufgrund der fehlenden Konkretisierung, nicht berücksichtigt. Grundsätzlich verfügt die Gesellschaft jedoch mit 18,92 Mio. € (31.12.14) über einen ausreichenden Finanzmittelbestand, um im Bereich M&A schnell reagieren zu können.

### Umsatzprognosen

Gemäß der Unternehmens-Guidance werden, auf Basis der genannten Fakten, Umsatzerlöse in Höhe von 64 Mio. € - 68 Mio. € in Aussicht gestellt, was gegenüber 2014 einem Wachstum in Höhe von 8,6 % - 15,4 % entspricht. Die Mittelfristplanung, welche das Geschäftsjahr 2017 einbezieht, sieht ein Übertreffen der Erlösmarke von 100,00 Mio. € vor. Die Voraussetzung hierfür ist eine erfolgreiche Umsetzung der Wachstumsstrategie, womit ein anorganisches Wachstum einbezogen ist. Da wir jedoch zunächst eine mögliche Akquisition nicht berücksichtigen, gehen wir für 2017 von einem niedrigeren Umsatzniveau aus. Grundsätzlich gehen unsere Umsatzprognosen jedoch mit den Unternehmensplanungen konform:

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



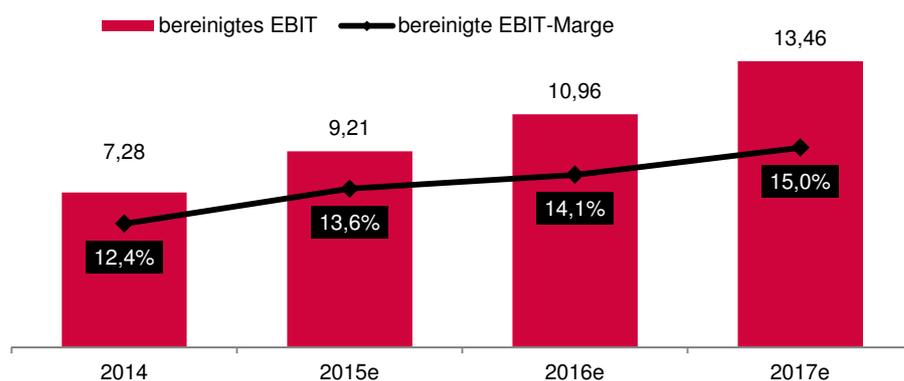
Quelle: GBC AG

### Ergebnisprognosen

Im Rahmen ihrer Unternehmens-Guidance hat die USU beim bereinigten EBIT eine Bandbreite von 8,0 Mio. € - 9,5 Mio. € in Aussicht gestellt. Gegenüber dem Vorjahr würde dies einem überproportionalen Anstieg in Höhe von 9,9 % - 30,5 % gleichkommen.

Angesichts der zunehmenden Bedeutung des margenstarken Produktgeschäftes sowie der Möglichkeit, weitere Skaleneffekte im Zuge steigender Umsätze zu erzielen, ist diese Annahme realistisch. Auch der geplante Ausbau der nachhaltigen bereinigten EBIT-Marge auf über 15,0 % bis zum Geschäftsjahr 2017 ist unserer Ansicht nach gut erreichbar. Bezeichnend hierfür steht der bereits im Geschäftsjahr 2013 umgesetzte Personalaufbau, wodurch in den kommenden Geschäftsjahren ein vergleichsweise geringerer Anstieg der Personalkosten zu erwarten ist. Dementsprechend rechnen wir mit einem sukzessiven Anstieg der bereinigten EBIT-Marge:

**EBIT-Prognose (in Mio. €)**



Quelle: GBC AG

Die Kaufpreiskomponente für den Erwerb der BIG Social Media GmbH haben wir in unserem DCF-Modell bereits durch einen entsprechenden Anstieg des operativen Anlagevermögens ausreichend berücksichtigt. Die finale Kaufpreiszahlung für die restlichen 49 % der Anteile (erfolgt im GJ 2015) liegt erwartungsgemäß bei 2,51 Mio. €. Diese Größenordnung haben wir in unserem DCF-Modell als Liquiditätsabfluss berücksichtigt.

## BEWERTUNG

### Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2015, 2016 und 2017 in Phase 1, erfolgt von 2018 bis 2022 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 4,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,0 % 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 3,0 %.

### 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.

**Hinweis: Seit dem 28.01.2015 verwenden wir nicht mehr den Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes sondern eine neue Methodik.**

Der risikolose Zinssatz wird fortan gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet und das Ergebnis auf 0,25 Basispunkte gerundet. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 %.**

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 1,26 (bisher: 1,26).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,16 % (bisher: 8,91 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,16 % (bisher: 8,91 %).

### Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,16 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 17,50 €.** Damit haben wir das bisherige Kursziel von 13,45 € nach oben hin angepasst. Die Kurszielanhebung ist einerseits eine Folge der erstmaligen Berücksichtigung des Geschäftsjahres 2017 als konkrete Schätzphase, woraus sich für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells eine erhöhte Basis ergibt. Andererseits zeichnet die Reduktion des risikolosen Zinssatzes auf 1,25 % (bisher: 2,00 %) für den Anstieg des DCF-Ergebnisses verantwortlich.

## 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	16,0%	ewige EBITA - Marge	14,3%
AFA zu operativen Anlagevermögen	5,3%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	GJ 22e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	67,77	77,83	89,51	93,05	96,72	100,54	104,51	108,64	
US Veränderung	15,0%	14,8%	15,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,62	1,96	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	2,36	
EBITDA	10,06	11,76	14,11	14,89	15,48	16,09	16,72	17,38	
EBITDA-Marge	14,8%	15,1%	15,8%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	7,77	9,61	12,11	12,88	13,39	13,92	14,47	15,04	
EBITA-Marge	11,5%	12,4%	13,5%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	14,3%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,78	-0,96	-1,21	-1,29	-1,34	-1,39	-2,89	-3,01	
	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	6,99	8,65	10,90	11,59	12,05	12,52	11,57	12,03	
Kapitalrendite	18,1%	22,8%	30,1%	30,6%	30,6%	30,6%	27,2%	27,2%	24,4%
Working Capital (WC)	-4,00	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
WC zu Umsatz	-5,9%	-4,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Investitionen in WC	-1,52	-0,50	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	41,89	39,74	37,90	39,40	40,95	42,57	44,25	46,00	
AFA auf OAV	-2,29	-2,15	-2,00	-2,01	-2,09	-2,17	-2,26	-2,35	
AFA zu OAV	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Investitionen in OAV	0,00	0,00	-0,16	-3,51	-3,64	-3,79	-3,94	-4,09	
Investiertes Kapital	37,89	36,24	37,90	39,40	40,95	42,57	44,25	46,00	
EBITDA	10,06	11,76	14,11	14,89	15,48	16,09	16,72	17,38	
Steuern auf EBITA	-0,78	-0,96	-1,21	-1,29	-1,34	-1,39	-2,89	-3,01	
Investitionen gesamt	-4,04	-0,50	-3,66	-3,51	-3,64	-3,79	-3,94	-4,09	
Investitionen in OAV	0,00	0,00	-0,16	-3,51	-3,64	-3,79	-3,94	-4,09	
Investitionen in WC	-1,52	-0,50	-3,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Investitionen in Goodwill	-2,51	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,24	10,30	9,24	10,09	10,49	10,91	9,89	10,28	190,80

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	162,69	165,67
Barwert expliziter FCFs	52,54	46,53
Barwert des Continuing Value	110,15	119,14
Nettoschulden (Net debt)	-21,51	-28,09
Wert des Eigenkapitals	184,21	193,77
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	184,21	193,77
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	17,50	18,41

#### Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,26
Eigenkapitalkosten	8,2%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,2%

Kapitalrendite	WACC				
	6,2%	7,2%	8,2%	9,2%	10,2%
22,4%	24,69	19,60	16,53	14,49	13,05
23,4%	25,59	20,24	17,01	14,87	13,36
24,4%	26,50	20,89	17,50	15,26	13,67
25,4%	27,41	21,54	17,99	15,64	13,98
26,4%	28,32	22,18	18,48	16,03	14,29

## 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.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

**§ 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](mailto: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**  
**Felix Gode, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), Vorstand**

**§ 3 Urheberrechte**

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

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

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



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)