



Researchstudie (Update)

USU Software AG



„Q1-Zahlen mit neuen Rekordwerten beim Umsatz und Ergebnis im Rahmen der Erwartungen; dynamischer Wachstumskurs sollte fortgesetzt werden“

Kursziel: 18,20 €

Rating: KAUFEN

WICHTIGER HINWEIS:

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

USU Software AG^{*5a,11}

Kaufen

Kursziel: 18,20

aktueller Kurs: 16,11
27.5.2015 / ETR / 15:45 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 169,54
EnterpriseValue³: 150,07
³ in Mio. / in Mio. EUR
Streubesitz: 37,0 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 13

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/

Knowledge Business

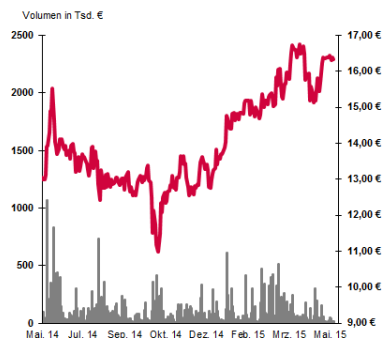
Mitarbeiter: 449 Stand: 31.03.2015

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	2,55	2,21	1,93	1,68
EV/EBITDA	16,89	14,92	12,76	10,63
EV/EBIT	22,49	19,31	15,61	12,39
EV/bereinigtes EBIT	20,63	16,29	13,69	11,15
KGV	30,55	24,37	19,68	15,60
KBV	3,05			

Finanztermine

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
26.3.2015: RS / 17,50 / KAUFEN
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

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

EXECUTIVE SUMMARY

- Mit einem Umsatzanstieg in Höhe von 5,7 % auf 14,07 Mio. € (Q1/14: 13,31 Mio. €) lag das Erlösniveau des umsatzstärksten ersten Quartals der Unternehmensgeschichte im Rahmen unserer Erwartungen. Maßgeblich zu dieser Entwicklung haben dabei erneut die Lizenzmanagementlösungen der Tochtergesellschaft Aspera beigetragen, welche insbesondere in den USA stark nachgefragt waren. Die internationalen Umsätze erhöhten sich folglich signifikant um 51,8 % auf 4,20 Mio. € (Q1/14: 2,76 Mio. €). Mittelweile beträgt der Auslandsanteil an den Gesamtumsätzen der USU-Gruppe damit 29,8 % (Q1/14: 20,8 %).
- Da der überwiegende Anteil der im Ausland erzielten Umsatzerlöse dem Produktsegment zugeordnet werden, erhöhten sich die Produktumsätze um 9,2 % auf 10,67 Mio. € (Q1/14: 9,77 Mio. €). Parallel hierzu hat sich die Schwäche im Servicebereich weiter fortgesetzt, wobei hier von einer Bodenbildung auszugehen ist. Mehrere Kleinaufträge mussten das Fehlen von Großaufträgen kompensieren, was sich in einer rückläufigen Umsatzentwicklung in diesem Bereich auf 3,35 Mio. € (Q1/14: 3,50 Mio. €) ausgewirkt hat.
- Der insgesamt ausgeweiteten Umsatzbasis stand ein nur unterproportionaler Kostenanstieg entgegen, was zu einer signifikanten Verbesserung des bereinigten EBIT auf 1,08 Mio. € (Q1/14: 0,47 Mio. €) geführt hat. Hier wirkt sich auch der Umstand aus, wonach der überwiegende Teil der ausländischen Umsatzerlöse dem margenstarken Produktbereich zuzuordnen sind. Darüber hinaus hat die USU Software AG erneut eine hohe Kostendisziplin, insbesondere im Bereich der Overheadkosten, bewiesen.
- Auf der erfolgreichen Entwicklung des ersten Quartals 2015 aufbauend, hat die USU Software AG die zum Geschäftsbericht 2014 kommunizierten Prognosen bestätigt. Weiterhin rechnet der Vorstand auf Gesamtjahresbasis 2015 mit neuen Rekordwerten, mit konzernweiten Umsatzerlösen in Höhe von 64 - 68 Mio. € und einem bereinigten EBIT in Höhe von 8 - 9,5 Mio. €. Auch die mittelfristigen Umsatzprognosen, wonach bis zum Jahr 2017 die Umsatzschwelle von 100,00 Mio. € bei einer EBIT-Marge von mindestens 15,0 % übertroffen werden soll, wurde erneuert.
- Folglich bestätigen auch wir unsere zur Anno-Studie veröffentlichten Prognosen (siehe Researchstudie vom 26.03.2015) und gehen von einer dynamischen Umsatzentwicklung, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von jeweils 15,0 % (2015e-2017e), aus. Sukzessive rechnen wir mit einer Annäherung der bereinigten EBIT-Marge an die von der Gesellschaft kommunizierte Zielgröße von 15,0 %. Dabei dürfte der größte Wachstumsbeitrag weiterhin aus dem internationalen Geschäft kommen, welches in erster Linie von einer regen Nachfrage nach der Lizenzmanagementlösung der Tochtergesellschaft Aspera profitieren dürfte. Flankierend hierzu rechnen wir mit einer Belebung der Inlandsnachfrage nach Produktlösungen des USU-Konzerns und gehen zudem von einer Bodenbildung im Servicebereich aus.
- Auf Grundlage der gleichgebliebenen Prognosen haben sich die Inputfaktoren für unser DCF-Bewertungsmodell nicht verändert. Wir haben jedoch den risikolosen Zinssatz, gemäß den Vorgaben des FAUB (Fachausschuss für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft), auf 1,00 % (bisher: 1,25 %) reduziert, was eine Minderung der gewichteten Kapitalkosten auf 7,91 % (bisher: 8,16 %) nach sich gezogen hat. Dementsprechend haben wir das Kursziel der USU Software AG auf 18,20 € (bisher: 17,50 €) angehoben und vergeben damit erneut das Rating KAUFEN.

INHALTSVERZEICHNIS

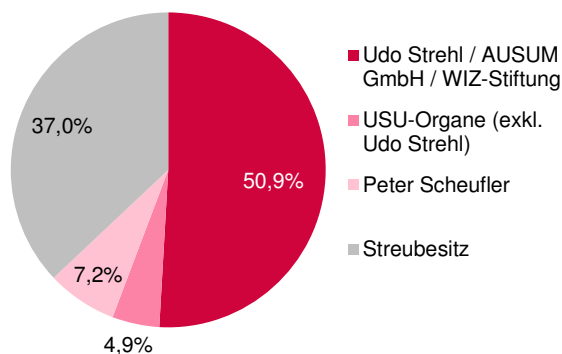
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung Q1 2015.....	5
Umsatzentwicklung Q1 2015	5
Ergebnisentwicklung Q1 2015	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2015	8
Prognosen und Bewertung.....	9
Prognosen	9
Modellannahmen	10
Bestimmung der Kapitalkosten	10
Bewertungsergebnis	10
DCF-Modell.....	11
Anhang	12

UNTERNEHMEN

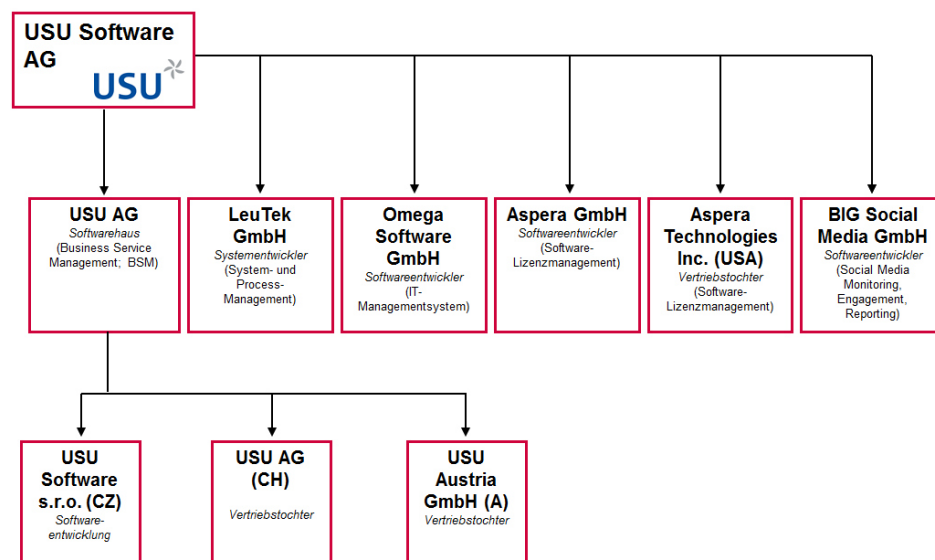
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	50,9%
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	4,9%
Peter Scheufler	7,2%
Streubesitz	37,0%

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.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q1 2015

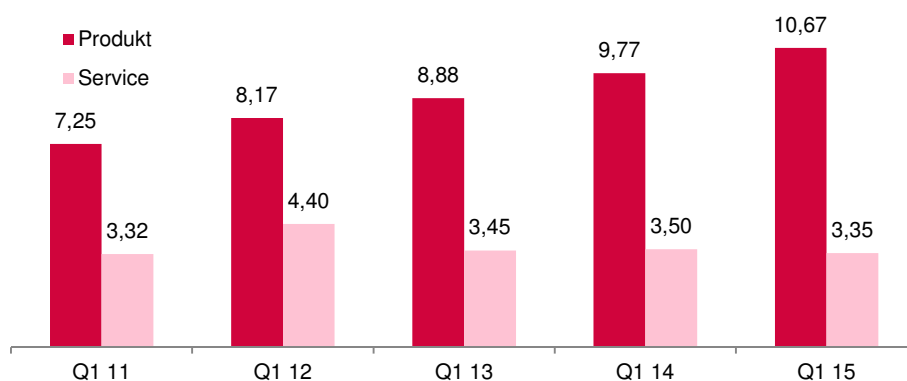
	Q1 2013	Q1 2014	Q1 2015
Umsatzerlöse	12,34	13,31	14,07
Umsatzerlöse - Produkt	8,88	9,77	10,67
Umsatzerlöse - Service	3,45	3,50	3,35
EBITDA	0,00	0,64	1,29
EBITDA-Marge	0,0%	4,8%	9,2%
EBIT	-0,35	0,10	0,74
EBIT-Marge	-2,8%	0,7%	5,3%
bereinigtes EBIT	0,02	0,47	1,08
bereinigte EBIT-Marge	0,2%	3,6%	7,7%
Periodenergebnis	-0,43	-0,06	0,93

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung Q1 2015

Die ersten drei Monate des laufenden Geschäftsjahres 2015 sind bei der USU-Gruppe plangemäß verlaufen und mit einem Umsatzwachstum in Höhe von 5,7 % auf einen neuen Rekordwert von 14,07 Mio. € (Q1/14: 13,31 Mio. €) im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Die Tendenz des abgelaufenen Geschäftsjahres 2014, mit einer dynamischen Entwicklung bei den Produktumsätzen sowie einer leicht rückläufigen Entwicklung der Serviceumsätze, hatte sich auch im ersten Quartal 2015 fortgesetzt. Während die margenstarken Produktumsätze um 9,2 % auf 10,67 Mio. € (Q1/14: 9,77 Mio. €) zugelegt haben, reduzierten sich die Serviceumsätze um -4,2 % auf 3,35 Mio. € (Q1/14: 3,50 Mio. €):

Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



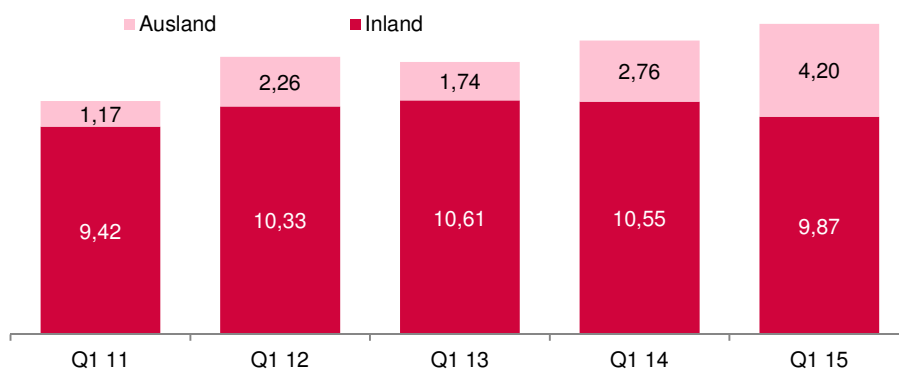
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Dabei war der produktunabhängige Beratungsbereich (Servicesegment) weiterhin von Kleinaufträgen geprägt, welche die fehlenden Großaufträge kompensieren müssen. Zwar weist die Gesellschaft eine erhöhte Auslastung bei den fest angestellten Beratern aus, das Geschäft mit den Freelancern aber bewegte sich weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Gemäß Unternehmensaussagen hat in diesem Segment bereits eine Bodenbildung stattgefunden, wobei auf Jahressicht von einer leichten Erholung ausgegangen wird.

Der Umsatzrückgang des Servicegeschäftes in Höhe von 0,15 Mio. € wurde vom Erlösanstieg im Produktsegment in Höhe von 0,90 Mio. € mehr als kompensiert. Die abermals sehr erfreuliche Entwicklung des Auslandsgeschäftes ist dabei als maßgeblicher Faktor

für das Umsatzwachstum des Produktgeschäftes zu nennen. Die amerikanische Lizenzmanagement-Tochtergesellschaft Aspera Technologies Inc. war diesbezüglich in den letzten Quartalen in der Lage, das Umsatzniveau deutlich auszubauen. Im Zuge der Generierung mehrerer Großaufträge (darunter von Fortune-100-Unternehmen) erhöhten sich die vornehmlich dem Produktgeschäft zuzurechnenden Auslandsumsätze massiv um 51,8 % auf 4,20 Mio. € (Q1/14: 2,76 Mio. €). Der Auslandsanteil an den Gesamtumsätzen beträgt nunmehr 29,8 % (Q1/14: 20,8 %) und damit haben die internationalen Tochtergesellschaften mittlerweile einen maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsentwicklung der USU-Gruppe.

Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)

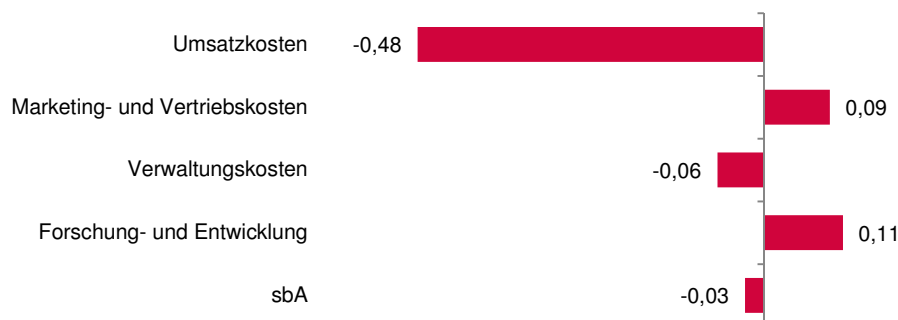


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung Q1 2015

Trotz der Umsatzausweitung war die USU-Gruppe in der Lage, eine vergleichsweise stabile Entwicklung der operativen Kosten zu erreichen. Gegenüber dem Vorjahr erhöhten sich diese gemäß unseren Berechnungen um 2,7 % auf 13,70 Mio. € (Q1/14: 13,34 Mio. €). Innerhalb der Kostenblöcke hat dabei eine heterogene Entwicklung stattgefunden. Einerseits hatte dabei die gezielte Überführung von Entwicklungsmitarbeitern in den Consultingbereich einen überproportionalen Anstieg der Umsatzkosten zur Folge. Andererseits wurden dadurch die Forschungs- und Entwicklungskosten reduziert. Darüber hinaus hatte die Gesellschaft weitere Einsparungen bei den Sachkosten im Bereich der Marketingaufwendungen erzielt:

Differenzanalyse operative Kosten gegenüber Vorjahr (in Mio. €)

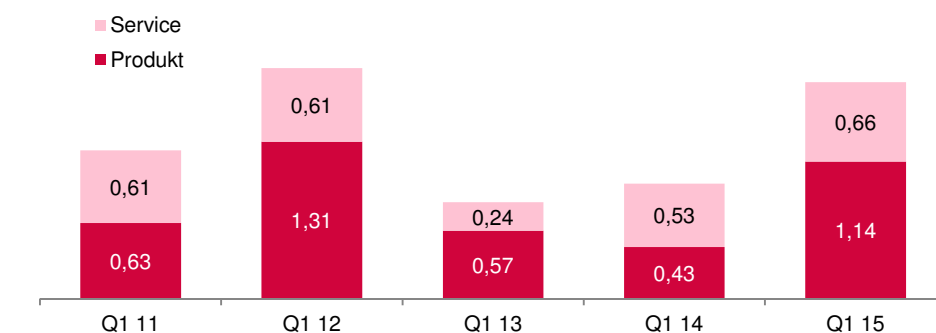


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Infolge der damit nur geringfügigen Kostenausweitung verbesserte sich das EBIT auf 0,74 Mio. € (Q1/14: 0,10 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge auf 5,3 % (Q1/14:

0,7 %). Dieser deutliche EBIT-Anstieg ist als eine Folge der positiven Umsatzentwicklung, der ein nur unterproportionaler Kostenanstieg entgegensteht, zu verstehen. Analog zu den Umsatzerlösen ist der überwiegende EBIT-Beitrag mit 1,14 Mio. € (EBIT-Marge: 10,7 %) dem Produktsegment zuzuordnen. Der Servicebereich steuerte einen EBIT in Höhe von 0,66 Mio. € bei.

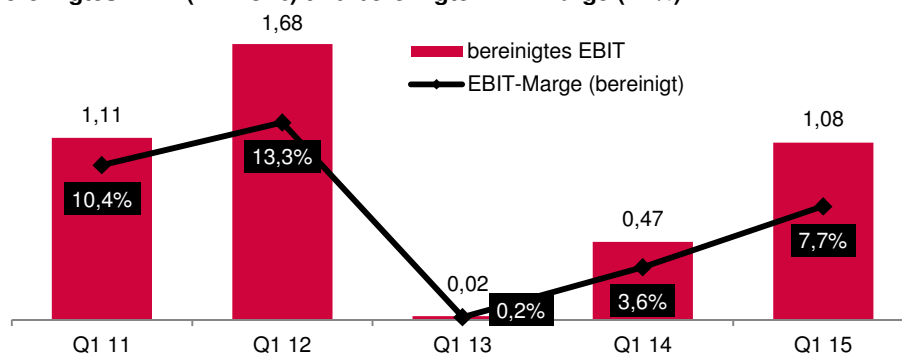
Segmentbezogene EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Ergebnisentwicklung der USU-Gruppe ist typischerweise von Akquisitionseffekten beeinträchtigt, wodurch die tatsächliche operative Entwicklung überdeckt wird. Um ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild zu ermöglichen, weist die Gesellschaft ein bereinigtes EBIT aus. Hierbei handelt es sich um eine um akquisitionsbedingte Faktoren (hauptsächlich PPA-Abschreibungen) bereinigte Größenordnung. Das bereinigte EBIT verbesserte sich dabei auf 1,08 Mio. € (Q1/14: 0,47 Mio. €) und dementsprechend erhöhte sich die bereinigte EBIT-Marge auf 7,7 % (Q1/14: 3,6 %). Über die letzten Geschäftsjahre hinweg wird ein tendenzieller Anstieg des bereinigten EBIT ersichtlich.

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf Ebene des Nachsteuerergebnisses in Höhe von 0,93 Mio. € (Q1/14: -0,06 Mio. €) profitierte die USU-Gruppe auch von einem positiven Finanzergebnis in Höhe von 0,29 Mio. € (Q1/14: -0,10 Mio. €), welches vornehmlich auf positive Wechselkurseffekte zurückzuführen ist.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 31.03.2015

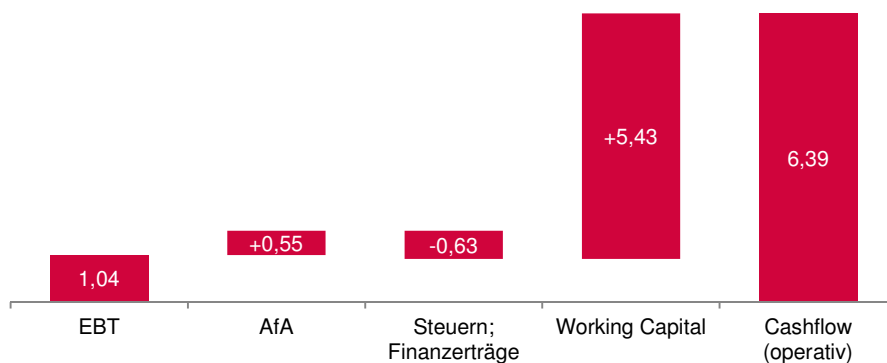
in Mio. €	31.03.2014	31.12.2014	31.03.2015
Eigenkapital	53,26	55,61	56,47
EK-Quote (in %)	63,7%	65,3%	63,0%
Operatives Anlagevermögen	45,24	44,18	43,86
Working Capital	-8,90	-5,52	-11,04
Net Debt	-19,86	-19,47	-26,18
Cashflow (operativ)	3,90	7,74	6,39
Cashflow (Investition)	-0,30	-1,10	-0,22
Cashflow (Finanzierung)	0,00	-2,63	0,00

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Typischerweise weist die USU Software AG innerhalb der ersten drei Monate eines Geschäftsjahres einen deutlichen Rückgang des Working Capitals aus. Auch zum 31.03.2015 reduzierte sich das Working Capital von -5,52 Mio. € (31.12.14) auf -11,04 Mio. €, was hauptsächlich auf den Anstieg des passiven Rechnungsabgrenzungspostens auf 11,28 Mio. € (31.12.14: 4,39 Mio. €) zurückzuführen ist. Hier sind die erhaltenen Vorabzahlungen im Rahmen der Wartungsverträge enthalten. Im Laufe des Geschäftsjahres wird sich dieser Bilanzposten im Zuge der Leistungserbringung durch die USU Software AG wieder normalisieren.

Infolge dieser Anzahlungen weist die Gesellschaft einen deutlich positiven operativen Cashflow in Höhe von 6,39 Mio. € aus, welcher erheblich oberhalb des Periodenergebnisses in Höhe von 0,93 Mio. € liegt.

Indirekte Ermittlung des operativen Cashflows ausgehend vom EBT (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Anstieg des passiven Abgrenzungspostens und die dazugehörige Ausweitung der liquiden Mittel auf 25,42 Mio. € (31.12.14: 18,92 Mio. €) hatten einen Anstieg der Bilanzsumme auf 89,60 Mio. € (31.12.14: 85,17 Mio. €) zur Folge. Zwar verbesserte sich das Eigenkapital durch den positiven Ergebnisbeitrag, aufgrund der Bilanzsummenausweitung reduzierte sich die EK-Quote jedoch leicht auf 63,0 % (31.12.14: 65,3 %). Damit verfügt die USU Software AG aber unverändert über eine außerordentlich solide Bilanzstruktur, mit einer vergleichsweise überdurchschnittlich hohen Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung.

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

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

Prognosen

Mit Veröffentlichung der Q1-Zahlen 2015 hat die USU Software AG die bisherige Unternehmens-Guidance bestätigt. Weiterhin rechnet die Gesellschaft mit konzernweiten Umsatzerlösen in Höhe von 64 - 68 Mio. € und zugleich einer überproportionalen Ausweitung des bereinigten EBIT auf 8 - 9,5 Mio. €. Auch die mittelfristigen Umsatzprognosen, wonach bis zum Jahr 2017 die Umsatzschwelle von 100,00 Mio. € bei einer EBIT-Marge von mindestens 15,0 % übertroffen werden sollte, wurde erneuert.

Dabei dürfte sich die Tendenz des ersten Quartals 2015, mit dem größten Wachstumsbeitrag aus dem Bereich der **internationalen Erlöse**, weiter fortsetzen. Hier steht die Erwartung einer anhaltend hohen Nachfrage nach den Lizenzmanagementlösungen der Tochtergesellschaft Aspera im Vordergrund. Speziell in den USA erkennt die Gesellschaft eine hohe Nachfrage nach auditfähigem Lizenzmanagement, wodurch für die Kunden einerseits Kosteneinsparungen erzielt werden können sowie andererseits eine vertragskonforme Lizenzierung gewährleistet wird. Darüber hinaus ist beim **Produktgeschäft** mit einer Nachfragebelebung im Inland zu rechnen. Maßgeblich hierzu sollte die Weiterentwicklung der USU-Produktpalette beitragen, wodurch sowohl neue als auch bestehende Kunden adressiert werden. Beim **Servicegeschäft** rechnen wir, analog zu den Unternehmenserwartungen, mit einer Bodenbildung und gehen von einer zunächst seitwärtsgerichteten Geschäftsentwicklung aus. Ein mögliches und gemäß Unternehmensstrategie auch geplantes **anorganisches Wachstum** haben wir, aufgrund der noch fehlenden Konkretisierung, in unseren Prognosen nicht berücksichtigt.

Auch wir bestätigen unsere im Rahmen der Researchstudie (siehe Researchstudie vom 26.03.15) veröffentlichten Umsatzprognosen und gehen daher von einer dynamischen Fortsetzung der Umsatzentwicklung, mit einem Umsatzwachstum in Höhe von jeweils 15,0 % (2015e - 2017e), aus. Vor dem Hintergrund einer damit erwarteten höheren Erlösbasis dürfte die USU-Gruppe Skaleneffekte heben. Sukzessive sollte damit die mittelfristige Zielgröße einer bereinigten EBIT-Marge von mindestens 15,0 % in greifbare Nähe rücken. Auch auf Ergebnisebene bestätigen wir unsere bisherigen Prognosen und gehen daher weiterhin von einer überproportionalen Ergebnisentwicklung aus. Für das Geschäftsjahr 2017 sollte, ausgehend vom Status-Quo, die bereinigte EBIT-Marge auf 15,0 % ansteigen.

Angesichts unserer unveränderten Prognosen werden wir keine Anpassungen beim DCF-Modell vornehmen. Eine kurszielerhöhende Auswirkung ergibt sich dabei lediglich aus der Anpassung des risikolosen Zinssatzes auf 1,0 % (bisher: 1,25 %). Diesen haben wir gemäß den Vorgaben des FAUB (Fachausschuss für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft) reduziert.

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 1,00 % (bisher: 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 7,91 % (bisher: 8,16 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 7,91 % (bisher: 8,16 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 7,91 % errechnet. **Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 18,20 €.** Damit haben wir das bisherige Kursziel von 17,50 € nach oben hin angepasst. Die Kurszielanhebung ist eine Folge der Anpassung des risikolosen Zinssatzes auf 1,00 % (bisher: 1,25 %) zur Ermittlung der gewichteten Kapitalkosten.

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	14,2%
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	14,88	15,47	16,08	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	12,87	13,38	13,91	14,46	15,03	
EBITA-Marge	11,5%	12,4%	13,5%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	14,2%
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	12,04	12,52	11,57	12,03	
Kapitalrendite	18,1%	22,8%	30,1%	30,6%	30,6%	30,6%	27,2%	27,2%	24,3%
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	14,88	15,47	16,08	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	-4,10	-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	-2,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,18	10,30	9,24	10,09	10,49	10,90	9,89	10,28	199,62

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	170,11	173,27
Barwert expliziter FCFs	52,98	46,88
Barwert des Continuing Value	117,13	126,40
Nettoschulden (Net debt)	-21,46	-28,04
Wert des Eigenkapitals	191,57	201,31
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	191,57	201,31
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	18,20	19,13

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,26
Eigenkapitalkosten	7,9%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	25,0%
WACC	7,9%

Kapitalrendite	WACC				
	5,9%	6,9%	7,9%	8,9%	9,9%
22,3%	26,46	20,59	17,16	14,93	13,38
23,3%	27,46	21,29	17,68	15,34	13,70
24,3%	28,47	21,99	18,20	15,74	14,03
25,3%	29,47	22,69	18,72	16,15	14,36
26,3%	30,47	23,39	19,25	16,56	14,68

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: (5a, 11)

§ 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) a) 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.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) 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.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und 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.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

§ 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, Susanne Klebl, Email: klebl@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, CFA, 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



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