



Researchstudie (Update)

USU Software AG



**„Neue Rekordwerte bei Umsatz- und Ergebnis erzielt;
gute Grundlage für weiteres Unternehmenswachstum gelegt“**

Kursziel: 18,20 €

Rating: HALTEN

WICHTIGER HINWEIS:

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10**

USU Software AG^{*5a,11}

HALTEN

Kursziel: 18,20

aktueller Kurs: 19,80
20.11.2015 / ETR / 14:30 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28
WKN: A0BVU2
Börsenkürzel: OSP2
Aktienanzahl³: 10,524
Marketcap³: 208,38
EnterpriseValue³: 188,91
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 37,0 %

Transparenzlevel:
Prime Standard
Marktsegment:
Regulierter Markt
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Dero Bank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Felix Gode
gode@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/
Knowledge Business

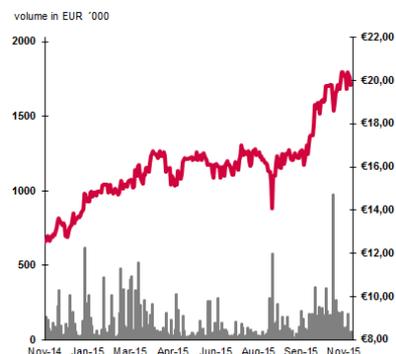
Mitarbeiter: 493 Stand: 30.09.2015

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 700 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	68,52	79,59	92,01
EBITDA	8,89	10,06	12,00	14,45
EBIT	6,67	7,77	9,85	12,45
bereinigtes EBIT	7,28	9,21	11,20	13,80
Jahresüberschuss	5,55	6,96	8,83	11,17

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,53	0,66	0,84	1,05
Dividende je Aktie	0,30	0,35	0,45	0,55

Kennzahlen

EV/Umsatz	3,21	2,76	2,37	2,05
EV/EBITDA	21,26	18,78	15,74	13,07
EV/EBIT	28,31	24,32	19,17	15,17
EV/bereinigtes EBIT	25,96	20,51	16,86	13,69
KGV	37,55	29,96	23,59	18,65
KBV	3,75			

Finanztermine

23-25.11.15: EKF Frankfurt
08-09.12.15: 20.MKK-Konferenz
31.03.16: Geschäftsbericht 2015

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
25.8.2015: RS / 18,20 / KAUFEN
28.5.2015: RS / 18,20 / KAUFEN
26.3.2015: RS / 17,50 / KAUFEN
8.12.2014: RG / 13,45 / HALTEN
25.11.2014: RS / 13,45 / 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 der Veröffentlichung der 9-Monatszahlen 2015 hat die USU Software AG erneut neue Umsatzrekordwerte präsentiert. Dabei erhöhten sich die Umsätze um +10,8 % auf 45,99 Mio. € (9M/14: 41,50 Mio. €). Die Gesellschaft profitierte von einer erneut sehr dynamischen Entwicklung des Auslandsgeschäftes, im Rahmen dessen insbesondere der Lizenzmanagementspezialist Aspera wieder wichtige Wachstumsimpulse aus den USA beigesteuert hat. Insgesamt kletterten die internationalen Umsätze in den ersten neun Monaten 2015 um insgesamt +15,2 % auf 14,01 Mio. € (9M/14: 10,37 Mio. €). Zusätzlich zum internationalen Wachstum verzeichnete die USU Software AG eine Ausweitung der Umsätze im angestammten IT-Management-Bereich und profitiere somit von einem zunehmenden Automatisierungs- und Digitalisierungstrend.
- Die nach den beiden Geschäftsbereichen „Produkt“ und „Service“ getrennte Umsatzentwicklung weist ein heterogenes Bild auf. Während die Produktumsätze in den ersten neun Monaten 2015 um +15,2 % auf 35,92 Mio. € (9M/14: 31,19 Mio. €) zulegten, minderten sich die Serviceumsätze um -2,0 % auf 9,96 Mio. € (9M/14: 10,16 Mio. €). Im Servicebereich machen sich zwar insgesamt rückläufige Umsätze mit freien Mitarbeitern, als Folge eines geänderten Arbeitnehmerüberlassungsgesetzes, bemerkbar. Auf Quartalsbasis wird jedoch mit einem Anstieg der Serviceumsätze gegenüber dem dritten Vorjahresquartal in Höhe von +4,1 % eine Trendumkehr ersichtlich. Diese ist vornehmlich dem Digitalisierungstrend bei Finanzdienstleistern zu verdanken.
- Zwar hat die USU Software AG im Zuge eines Ausbaus der Beratermannschaft sowie durch den Erwerb von SecurIntegration GmbH einen Personalausbau vorgenommen, die damit verbundenen höheren Kosten konnten aber durch die ausgeweitete Umsatzbasis aufgefangen werden. Dementsprechend verbesserte sich das um Akquisitionseffekte bereinigte EBIT auf 4,74 Mio. € (9M/14: 3,59 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge auf 10,3 % (9M/14: 8,7 %).
- Auf der positiven Geschäftsentwicklung des bisherigen Geschäftsjahres aufbauend, hat das Unternehmensmanagement die Guidance für 2015 bestätigt. Dabei wird unverändert mit Umsatzerlösen in einer Bandbreite von 65 – 68 Mio. € und mit einem bereinigten EBIT in Höhe von 8,5 – 9,5 Mio. € gerechnet. Bis zum Geschäftsjahr 2017, wobei zusätzliches anorganisches Wachstum geplant ist, rechnet die Gesellschaft mit Umsatzerlösen in Höhe von 100 Mio. € und einer bereinigten EBIT-Marge von 15,0 %. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere bisherigen Schätzungen (siehe Researchstudie vom 25.8.2015), welche sich innerhalb der von der Gesellschaft erwarteten Bandbreite einordnen. Weiterhin dürfte dabei das Produktsegment maßgeblich zum Umsatzwachstum beitragen und wir gehen zugleich davon aus, dass sich der Servicebereich auf niedrigem Niveau stabilisiert.
- **Auf Grundlage der bestätigten Prognosen belassen wir unser DCF-Modell unverändert und bestätigen damit das errechnete Kursziel von 18,20 € je Aktie. Der Aktienkurs der USU-Aktie ist seit unserer letzten Researchstudie deutlich angestiegen und damit hat sich das errechnete Kurspotenzial reduziert. Daher passen wir unser Rating von KAUFEN auf HALTEN an.**

INHALTSVERZEICHNIS

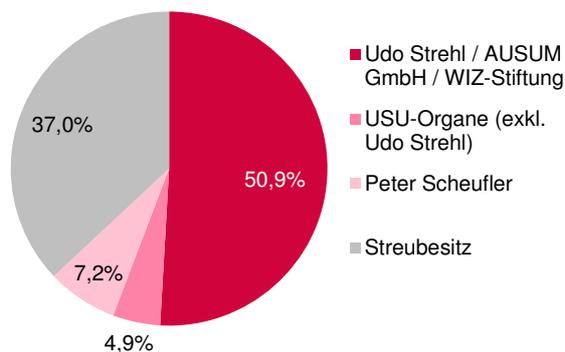
Executive Summary	2
Unternehmen	4
Aktionärsstruktur	4
Konsolidierungskreis	4
Geschäftsentwicklung 9M 2015.....	5
Umsatzentwicklung	5
Ergebnisentwicklung	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2015	8
Prognosen und Bewertung.....	9
Anhang	10

UNTERNEHMEN

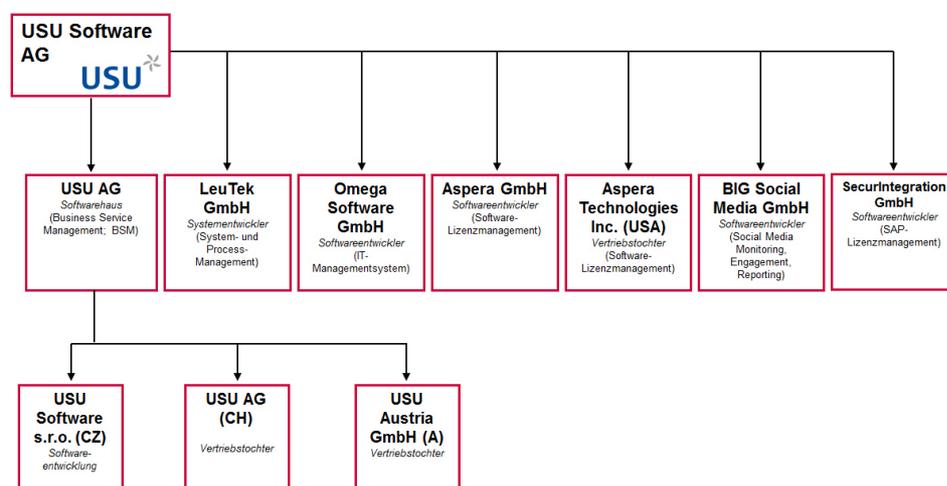
Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	50,9%
USU-Organen (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 zehn 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. Im Juli 2015 wurde die Akquisition von 100% der Anteile des Kölner Unternehmens SecurIntegration GmbH bekanntgegeben, womit das Leistungsspektrum der USU-Gruppe um den Bereich SAP-Lizenzmanagement erweitert wurde. Das im Jahr 2001 gegründete Unternehmen erwirtschaftete, gemäß Angaben der USU Software AG, im Geschäftsjahr 2014 Umsatzerlöse in Höhe von etwa 1,5 Mio. € sowie ein positives operatives Ergebnis. Bereits bei den bisherigen Akquisitionen war es das Ziel der USU-Gruppe eine sinnvolle Integration zu realisieren und damit die Produktpalette zu erweitern sowie Synergieeffekte zu heben. Diese Vorgehensweise, welche zuletzt bei der im Jahr 2010 erworbenen Aspera GmbH und bei der im Jahr 2013 erworbenen BIG Social Media GmbH mit großem Erfolg umgesetzt wurde, soll auch bei der SecurIntegration GmbH angewendet werden.

GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9M 2015

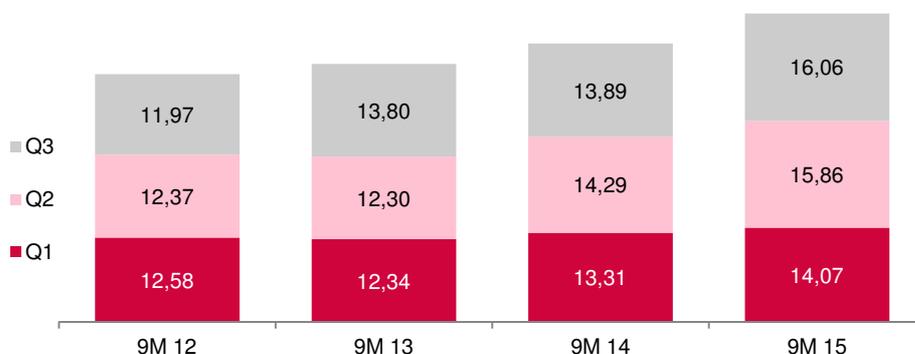
GuV in Mio. €	Q3 2014	Q3 2015	Δ Q3/Q3	9M 2014	9M 2015	Δ 9M/9M
Umsatzerlöse	13,89	16,06	+15,6%	41,50	45,99	+10,8%
davon Produkt	10,43	12,61	+20,9%	31,19	35,92	+15,2%
davon Service	3,40	3,54	+4,1%	10,16	9,96	-2,0%
EBITDA	1,79	2,04	+14,2%	4,14	5,58	+34,9%
EBITDA-Marge	12,9%	12,7%	-0,2Pp	10,0%	12,1%	+2,1Pp
EBIT	1,23	1,49	+20,3%	2,48	3,94	+58,9%
EBIT-Marge	8,9%	9,2%	+0,3Pp	6,0%	8,6%	+2,6Pp
bereinigtes EBIT	1,61	1,84	+14,7%	3,59	4,74	+31,9%
bereinigte EBIT-Marge	12,9%	12,7%	-0,2Pp	8,7%	10,3%	+1,6Pp
Periodenergebnis	1,35	2,00	+48,3%	2,35	4,38	+86,6%

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung

Die USU Software AG hat im dritten Quartal 2015 erwartungsgemäß das Wachstumstempo beschleunigt und mit einer Umsatzsteigerung in Höhe von 15,6 % die Wachstumsdynamik der Vorquartale deutlich übertroffen (Q1/15: +5,7 %; Q2/15: +10,9 %). Insgesamt summieren sich die Umsätze der ersten neun Monate 2015 damit auf 45,99 Mio. € (9M/14: 41,50 Mio. €), was gegenüber dem Vorjahreszeitraum einem Anstieg in Höhe von +10,8 % gleichkommt. Sowohl im dritten Quartal 2015 als auch auf 9-Monatsbasis 2015 hat die Gesellschaft abermals neue Umsatzrekordwerte erzielt.

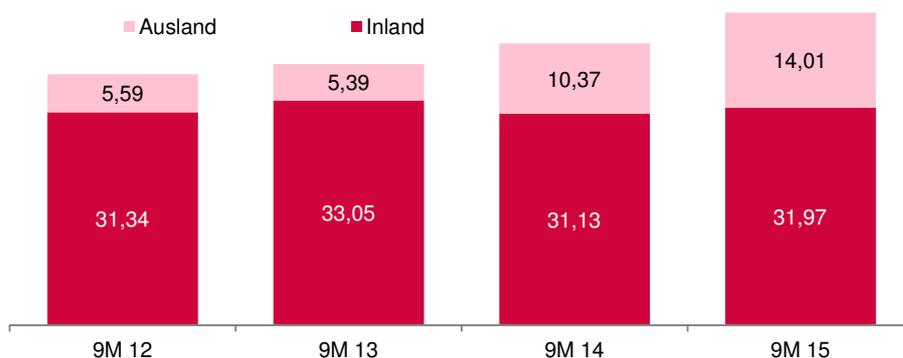
Umsatzerlöse (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wesentlich für die Fortsetzung der positiven und nahezu ausschließlich organischen Umsatzentwicklung ist das margenstarke Produktgeschäft verantwortlich, innerhalb dessen ein deutlicher Ausbau des Lizenz- und Wartungsgeschäftes umgesetzt wurde. Hierzu leisteten erneut der im Geschäftsjahr 2012 erworbene Lizenzmanagementspezialist Aspera GmbH sowie die in den USA tätige Aspera Technologies Inc. einen wichtigen Wachstumsbeitrag. Zusätzlich hierzu verzeichnete die USU Software AG eine Ausweitung der Umsätze im angestammten IT-Management-Bereich und profitierte somit von einem zunehmenden Automatisierungs- und Digitalisierungstrend. Folglich erhöhten sich die Umsätze im Produktgeschäft im dritten Quartal 2015 um +20,9 % sowie auf 9-Monatsbasis um +15,2 %. Die im Ausland erzielten Umsätze erweisen sich aber als wichtigster Wachstumsfaktor des Produktgeschäftes. Flankierend zum US-Amerikanischen Markt verzeichnete die Gesellschaft auch Wachstumsimpulse aus dem europäischen Ausland (bspw. Frankreich, Schweiz).

Inländische und internationale Umsätze (in Mio. €)



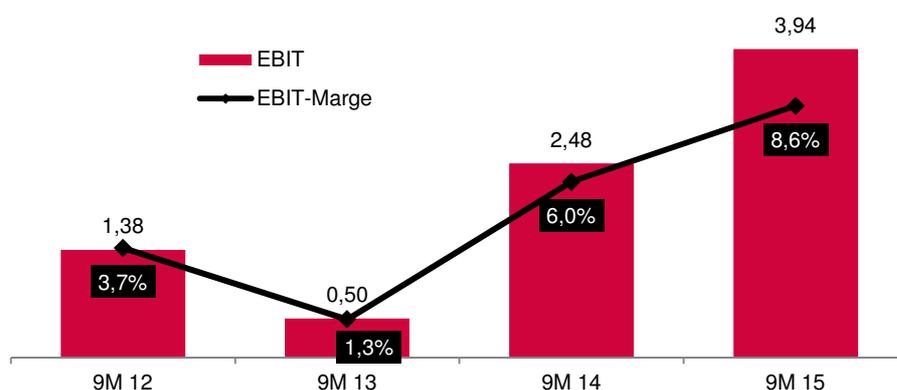
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im zweiten Geschäftssegment „Service“, im Rahmen dessen vornehmlich inländische Umsätze generiert werden, war die USU Software AG von einem rückläufigen Geschäft mit Freelancern betroffen. Hierfür ist eine aktuelle Rechtsprechung bezüglich der Arbeitnehmerüberlassung und eine daraus resultierende eingeschränkte Möglichkeit freie Mitarbeiter einzusetzen, verantwortlich. Insgesamt reduzierten sich zwar die Serviceumsätze in den ersten neun Monaten 2015 um -2,0 %, in der isolierten Quartalsbetrachtung wird jedoch eine leichte Trendumkehr erkennbar. Die Serviceerlöse verbesserten sich im dritten Quartal 2015 um +4,1 % gegenüber dem Vorjahr. Die Trendumkehr auf Quartalsbasis ist vornehmlich dem zunehmenden Digitalisierungstrend bei Finanzdienstleistern zu verdanken. Weiterhin ist davon auszugehen, dass der Servicebereich sich zumindest stabil entwickelt und damit sind die wichtigsten Wachstumsimpulse weiterhin aus dem Produktsegment zu erwarten.

Ergebnisentwicklung

Zum 30.09.2015 hat die USU Software die Belegschaft deutlich auf 493 Mitarbeiter (30.09.2014: 450 Mitarbeiter) ausgebaut. Dies resultiert einerseits aus dem Ausbau der Beratermannschaft, als Basis für das erwartete Unternehmenswachstum, und ist andererseits auf den Erwerb der SecurIntegration GmbH zurückzuführen. Dieser Personal- ausbau ist dabei maßgeblich für den Anstieg der operativen Kosten in Höhe von +7,8 % auf 42,04 Mio. € (9M/14: 39,01 Mio. €) verantwortlich. Aufgrund des im Vergleich zur Umsatzentwicklung unterproportionalen Kostenanstiegs, verbesserte sich das EBIT auf den neuen 9-Monatsrekordwert von 3,94 Mio. € (9M/14: 2,48 Mio. €) und die entsprechende EBIT-Marge auf 8,6 % (9M/14: 6,0 %).

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



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Typischerweise ist die Ergebnisentwicklung der USU Software AG von akquisitionsbedingten Effekten geprägt. Um eine bessere Vergleichbarkeit bei der operativen Ergebnisentwicklung zu ermöglichen, weist die Gesellschaft zusätzlich ein bereinigtes EBIT (mit Überleitungsrechnung) aus:

Bereinigtes Konzernergebnis (in Mio. €)	9M 2014	9M 2015
EBIT	2,48	3,94
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte*	0,94	0,91
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	0,17	-0,12
Bereinigtes EBIT	3,59	4,74
Finanzergebnis	0,07	0,23
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,25	0,20
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	0,11	-0,77
Minderheitenanteile	0,00	0,00
Bereinigtes Konzernergebnis	3,53	4,41
Bereinigtes EPS	0,34	0,42

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

Das bereinigte EBIT in Höhe von 4,74 Mio. € (9M/14: 3,59 Mio. €) enthält weder Abschreibungen im Zusammenhang mit erworbenen immateriellen Vermögenswerten noch Sonderfaktoren wie etwa Kaufpreisanpassungen. Im Zusammenhang mit der finalen Kaufpreiszahlung der im Geschäftsjahr 2013 erworbenen BIG Social Media GmbH, welche niedriger als erwartet lagen, weist die USU Software AG einen nicht liquiditätswirksamen Sonderertrag in Höhe von 0,22 Mio. € (9M/14: 0,00 Mio. €) auf. Im bereinigten EBIT ist dieser Sonderertrag eliminiert und somit bietet sich eine bessere Vergleichsbasis zum Vorjahr. Der Anstieg des bereinigten EBIT und die dazugehörige Verbesserung der bereinigten EBIT-Marge auf 10,3 % (9M/14: 8,7 %) sind einerseits auf die hohe Umsatzdynamik sowie andererseits auf die nur unterproportionale Kostenentwicklung und damit auf die Realisierung von Skaleneffekten zurückzuführen.

Es ist erwähnenswert, dass die USU Software AG einen außerordentlichen Steuerertrag in Höhe von 0,20 Mio. € (9M/14: -0,25 Mio. €) ausweist, was zu einem überproportionalen Anstieg des Periodenergebnisses um +86,6 % auf 4,38 Mio. € (9M/14: 2,35 Mio. €) geführt hat. Dieser Steuerertrag ergibt sich aus dem neu geschlossenen Ergebnisabführungsvertrag mit der Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH, was eine ergebniswirksame Aktivierung latenter Steuern ausgelöst hat. Auf Gesamtjahresbasis 2015 sollten sich die Steueraufwendungen etwas normalisieren, wenngleich wir von einer weiterhin geringen Steuerquote in Höhe von 10,0 % ausgehen.

Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2015

in Mio. €	30.09.2014	31.12.2014	30.09.2015
Eigenkapital	52,96	55,61	56,80
EK-Quote (in %)	66,9%	65,3%	68,5%
Operatives Anlagevermögen	44,45	44,18	46,04
Working Capital	-6,66	-5,52	-5,89
Net Debt	-18,39	-19,47	-17,93
Cashflow (operativ)	5,00	7,74	4,92
Cashflow (Investition)	-0,82	-1,10	-1,91
Cashflow (Finanzierung)	-2,63	-2,63	-5,75

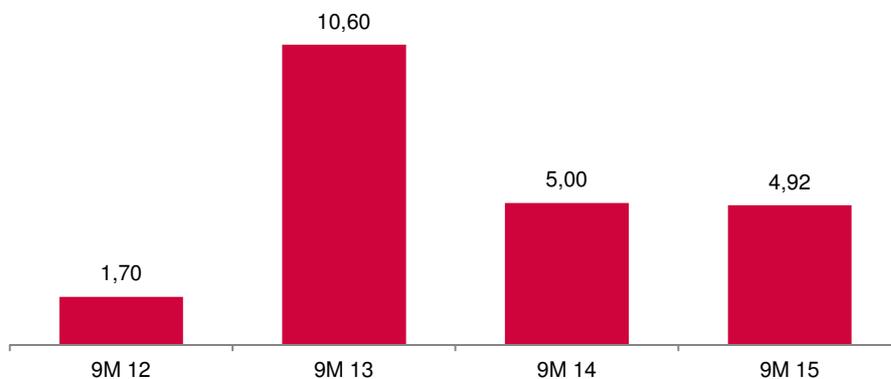
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Zum 30.09.2015 weist die USU Software AG ein äußerst solides Bilanzbild auf, welches von einer überdurchschnittlichen Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung sowie dem Fehlen von Bankverbindlichkeiten geprägt ist.

Marginale Änderungen ergeben sich dabei im Zuge der Unternehmensakquisition der SecurIntegration GmbH, wodurch eine vorläufige Ausweitung des Goodwills um 2,74 Mio. € auf 37,30 Mio. € (31.12.14: 34,56 Mio. €) stattgefunden hat. Flankierend hierzu hat sich die Liquidität aufgrund der erfolgten ersten Kaufpreiszahlung sowie der Rückführung von Bankverbindlichkeiten der SecurIntegration GmbH um 1,19 Mio. € reduziert. Dem steht eine Passivierung des Barwertes der restlichen Kaufpreisverbindlichkeiten in Höhe von 1,31 Mio. € entgegen.

Die Akquisition der SecurIntegration GmbH (-1,19 Mio. €), die finale Kaufpreiszahlung für die BIG Social Media GmbH (-2,59 Mio. €), die Investitionen in Sachanlagen (-0,73 Mio. €) sowie die erfolgte Dividendenzahlung (-3,16 Mio. €) haben in Summe den Liquiditätsrückgang in Höhe von 2,51 Mio. € auf 16,42 Mio. € (31.12.14: 18,92 Mio. €) zu verantworten. Damit wird aber deutlich, dass die USU Software AG in der Lage war, den überwiegenden Teil der Liquiditätsabflüsse durch einen positiven operativen Cashflow abzufangen und folglich einen verhältnismäßig unterproportionalen Liquiditätsrückgang auszuweisen. Der operative Cashflow entwickelte sich infolge der positiven operativen Entwicklung mit 4,92 Mio. € (9M/14: 5,00 Mio. €) konstant, was die hohe Ergebnisqualität der USU Software AG belegt.

Operativer Cashflow (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

PROGNOSEN UND BEWERTUNG

GuV (in Mio. €)	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e
Umsatzerlöse	68,52	79,59	92,01
EBITDA	10,06	12,00	14,45
EBITDA-Marge	14,5%	15,1%	15,7%
EBIT	7,77	9,85	12,45
EBIT-Marge	11,2%	12,4%	13,5%
bereinigtes EBIT	9,21	11,20	13,80
bereinigte EBIT-Marge	13,3%	14,1%	15,0%
Jahresüberschuss	6,96	8,83	11,17
EPS in €	0,66	0,84	1,06

Quelle: GBC AG

Die erneut dynamische Entwicklung in den ersten neun Monaten 2015, wobei neue Umsatz- und Ergebnisrekordwerte erzielt wurden, liefert eine gute Grundlage für die Prognosen des laufenden Geschäftsjahres 2015. Darüber hinaus hat die USU Software AG auch die Grundlage für das weitere Unternehmenswachstum gelegt. So wurden beispielsweise eine Reihe von Neukunden wie etwa TRUMPF, INTER Versicherungsgruppe, EWERK RZ GmbH oder GISA gewonnen. Darüber hinaus sollte die Zertifizierung von USU-Produkten in ITIL-Prozessen durch Pink Elefant zu einer noch höheren Wahrnehmung der USU-Technologien führen.

Zum 30.09.2015 verbesserte sich der Auftragsbestand, als Basis für die künftige Unternehmensentwicklung, um +29,2 % auf 35,17 Mio. € (9M/14: 27,23 Mio. €). Auf dieser Grundlage sowie auf der Entwicklung der ersten neun Monate 2015 aufbauend, hat die USU Software AG die mit dem Halbjahresbericht 2015 kommunizierte Guidance bestätigt. Weiterhin werden für das laufende Geschäftsjahr 2015 Umsatzerlöse in Höhe von 65 - 68 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 8,5 - 9,5 Mio. € erwartet. Wir nehmen dies zum Anlass und bestätigen damit auch unsere bisherigen Prognosen (siehe Researchstudie vom 25.08.2015), welche sich innerhalb der von der Gesellschaft erwarteten Bandbreite einordnen.

Innerhalb der beiden Unternehmenssegmente „Produkt“ und „Service“ sollte sich dabei die Tendenz eines überproportionalen Umsatzwachstums im Produktbereich fortsetzen. Hier dürfte die USU-Gruppe weiterhin von einer regen ausländischen Nachfrage, insbesondere nach Lizenzmanagementlösungen, profitieren. Darüber hinaus sollten neue Produktinnovationen auch zu einer Belebung der inländischen Nachfrage führen, verbunden mit Neukundengewinnen sowie einer Geschäftsausweitung bei bereits bestehenden Kunden. Der Servicebereich dürfte sich unserer Ansicht nach weiterhin konstant entwickeln.

Für die mittelfristigen Umsatzprognosen, wonach bis zum Geschäftsjahr 2017 Umsatzerlöse in Höhe von 100 Mio. € und eine bereinigte EBIT-Marge von über 15,0 % erwartet werden, rechnen wir mit einem Mix aus organischem und anorganischen Wachstum. Stellvertretend für das anorganische Wachstum steht beispielsweise die akquirierte SecurIntegration GmbH, wodurch einerseits die Produktpalette der USU Software AG erweitert wird und damit die Gesellschaft von Synergieeffekten profitieren sollte. Die von der Gesellschaft in Aussicht gestellte bereinigte EBIT-Marge sehen wir, vor dem Hintergrund einer zunehmenden Bedeutung des margenstarken Produktgeschäftes sowie durch die Realisierung von Skaleneffekten, als eine realistische Annahme.

Auf Grundlage der unveränderten Prognosen belassen wir unser DCF-Modell unverändert und bestätigen damit das errechnete Kursziel von 18,20 €.

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