

**12.01.2018**

## Der GBC-Insiderindikator & Insideraktie der Woche

### Kommentar KW 02

Unternehmen: USU Software AG <sup>\*5a,6a,11</sup>

ISIN: DE000A0BVU28

Anlass der Studie: Insiderkauf durch den Aufsichtsratsvorsitzenden Udo Strehl

Analyst: Marcel Goldmann

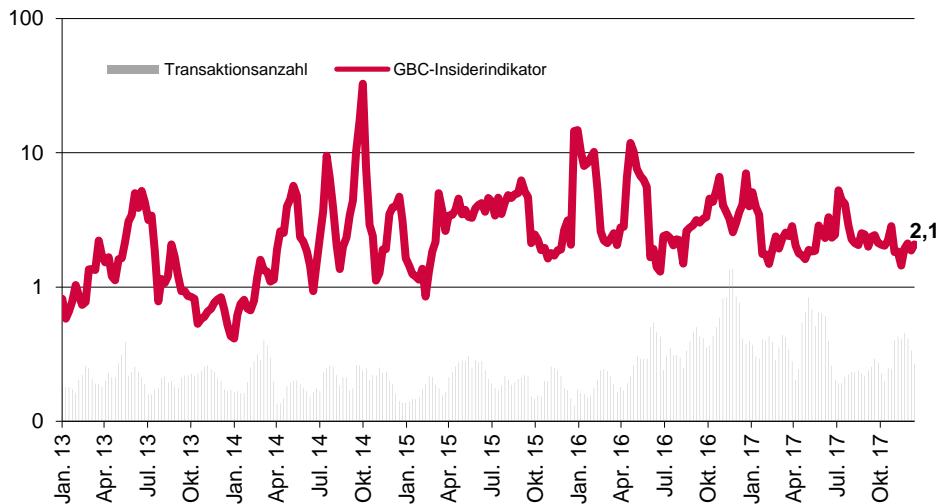
Kurs: 25,00 € (11.01.2018, XETRA)

*\*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 5*

### **GBC-Insiderindikator sinkt auf 2,1 Punkte, deutsche Insider aber weiterhin positiv gestimmt**

Der GBC-Insiderindikator ist bei einer allgemein ansteigenden Transaktionsanzahl auf aktuell 2,1 Punkte gesunken. In den vorherigen Berechnungsperioden (Zeitraum von jeweils vier Wochen) standen der Anzahl an Käufen dabei kaum Verkäufe durch Vorstände und Aufsichtsräte gegenüber, wodurch der GBC-Insiderindikator jeweils einen Wert von deutlich über 2 Punkten erzielen konnte. Nachdem die Verkäuferseite im Vergleich zur Käuferseite zuletzt deutlich aktiver geworden ist, sank der Insider-Indikator auf einen Wert von nahezu 2 Punkten. Trotz dieser rückläufigen Entwicklung, steht ein Wert auf diesem Niveau immer noch für eine positive Erwartungshaltung der Unternehmensinsider im Hinblick auf die zukünftige Geschäftsentwicklung ihres eigenen Unternehmens.

#### GBC-Insiderindikator (4-Wochen-Durchschnitt)



Quelle: Bafin-Datenbank zu Directors Dealings; GBC AG

**Insider-Aktie der Woche (KW 02) – USU Software AG (WKN: A0BVU2)**

Datum	Name Insider	Stellung	Art	Kurs in €	Volumen in €
06.12.2017	Strehl, Udo	Aufsichtsrat	Kauf	20,96	47.151,15
06.12.2017	Strehl, Udo	Aufsichtsrat	Kauf	21,04	57.858,75

Am 23.11.2017 hat die USU Software AG, unsere Insider-Aktie der Woche, im Rahmen der Veröffentlichung ihrer 9-Monatszahlen für 2017 eine Anpassung der bisher herausgegebenen Umsatz- und Ergebnisprognose bekannt gegeben. Die Softwaregesellschaft erwartet nun, insbesondere bedingt durch eine stärkere Auslandsnachfrage nach SaaS-Lösungen anstatt wie erwartet nach Einzellizenz-Lösungen, ein schwächeres Umsatzwachstum auf Gesamtjahresbasis. Vor dem Hintergrund der geringeren prognostizierten Umsatzerlöse und höher als erwartet ausfallenden Vertriebs- und Marketingaufwendungen sowie hohen Integrationsaufwendungen (M&A EASYTRUST SAS), wurde zudem die Ertragsprognose für diesen Zeitraum deutlich reduziert. Somit rechnet das Softwarehaus nunmehr für das Geschäftsjahr 2017 mit Umsatzerlösen in einer Spanne von 83,00 bis 86,00 Mio. € (bisher: 86,00 bis 91,00 Mio. €) und einem bereinigten EBIT in Höhe von 6,00 bis 8,00 Mio. € (bisher: 10,00 bis 11,50 Mio. €).

Die Bekanntgabe der Prognoseanpassung hatte negative Auswirkungen auf die Kursentwicklung der USU Software Aktie, was wiederum der Aufsichtsratsvorsitzende und Gründer der Gesellschaft Herr Udo Strehl zum Kauf genutzt hat. Im Zuge der Prognoseanpassung sank der Kurs von 26,68 € auf 21,35 €, was einem Rückgang von knapp 20,0 % gleichkommt. Um dieses Sechsmonatstief herum erfolgte der erwähnte Insiderkauf.

Die USU Software AG ist der größte europäische Anbieter für IT- und Knowledge-Management-Software. Die Softwaregesellschaft kann seit Jahren ein kontinuierliches, profitables Wachstum vorweisen. Nach Unternehmensangaben ist es der Gesellschaft sogar gelungen, überdurchschnittlich zum IT-Markt in Deutschland und Europa zu wachsen und die Profitabilität weiter auszubauen. So stieg bspw. der Konzernumsatz zwischen 2012 und 2016 von 51,20 Mio. € auf 72,10 Mio. €, was einem Anstieg von 40,8% entspricht. Im gleichen Zeitraum konnte das Betriebsergebnis (operative Ergebnis) überproportional um 137,1% von 3,50 Mio. € auf 8,30 Mio. € zulegen.

Das Unternehmen besitzt zudem mit einer Eigenkapitalquote von aktuell 65,3% eine solide und bankschuldenfreie Bilanz. Der traditionell hohe Cashflow des Unternehmens in Kombination mit den hohen Cashbeständen in Höhe von 10,68 Mio. € (30.09.2017) sorgen dafür, dass die Softwaregesellschaft in seiner Geschäftstätigkeit sehr schnell und flexibel agieren kann und zudem unabhängig ist von externen Finanzierungsquellen.

Des Weiteren beteiligt das Unternehmen seine Aktionäre seit Jahren über nahezu ansteigende Dividendenausschüttungen am Unternehmenserfolg. Die im Juli ausgeschüttete Dividende in Höhe von 0,40 € entsprach zum Ausschüttungszeitpunkt einer Dividendenrendite von 1,5%. Auch für die Zukunft plant die Softwaregesellschaft ihre Anteilseigner maßgeblich am Unternehmensergebnis zu beteiligen. Hierbei wird eine mittelfristige Zielausschüttungsquote von rund 50,0% des operativen Gewinns angestrebt.

In den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2017 wurde mit einem Umsatzanstieg von 14,6% auf 58,91 Mio. € ein neuer Umsatzrekord erzielt (VJ: 51,39). Hierbei wurde insbesondere aufgrund der oben genannten Faktoren ein EBIT in Höhe von 0,70 Mio. € erzielt. Daneben wirkten sich auch höhere Personalaufwendungen und Wechselkurseffekte ergebnisbelastend aus. Auf bereinigter Basis (Anpassungen v.a. aufgrund von immateriellen Abschreibungen aus M&A-Aktivitäten sowie sonstige akquisitionsbeding-

**USU Software AG**


ten Effekten) wurde ein operatives Ergebnis von 2,35 Mio. € erwirtschaftet (VJ: 5,34 Mio. €).

Auf dieser Basis erwarten wir für das laufende GJ 2017 mit 85,52 Mio. € einen deutlich über dem Vorjahr liegenden Konzernumsatz (VJ: 72,10 Mio. €). Auf operativer Ebene rechnen wir mit einem Betriebsergebnis in Höhe von 5,65 Mio. € und damit mit einem Ergebnis unterhalb des Vorjahresniveaus (VJ: 8,30 Mio. €). Das bereinigte EBIT sollte hierbei eine Größenordnung von 7,03 Mio. € erreichen können.

Insgesamt erwarten wir, dass USU Software AG aufgrund seiner starken Marktstellung seinen profitablen Wachstumskurs auch in Zukunft weiter fortsetzen wird. Wir gehen zudem davon aus, dass die Umstellung auf SaaS-Lösungen zwar zunächst die Umsatzwachstumssdynamik „bremsen wird“, jedoch mittelfristig zu einem Anstieg der wiederkehrenden Umsätze führen wird. Auch margenseitig sollte die Softwaregesellschaft schnell an die avisierten Niveaus zurückkehren. Der Wegfall von außerordentlichen Belastungen sowie insbesondere ein stärkerer Anstieg der margenstärkeren Ausländischen Umsätze (intensivierte Vertriebsbemühungen) sollten in den kommenden Jahren zu einem überproportionalen Ergebnisanstieg führen. Vor diesem Hintergrund erwartet die Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2021 ein Konzernumsatz in Höhe von 140,00 Mio. € sowie ein bereinigtes EBIT in Höhe von 20,00 Mio. € (Mittelfristziel).

Auf Basis des aktuellen Kursniveaus (25,00 €) und der guten Wachstumsaussichten in Verbindung mit der guten Marktpositionierung, der starken Bilanz sowie soliden Dividenden, ist die USU Software AG für uns ein klarer Kauf.

---

In obiger Analyse ist folgender möglicher Interessenskonflikt gemäß Katalog gegeben: 5a,6a,11

\*Ein Katalog möglicher Interessenskonflikte finden Sie unter:  
<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

Hinweis zum GBC Insiderindikator: Wissenschaftliche Untersuchungen und Studien für den deutschen Kapitalmarkt deuten darauf hin, dass Insidertransaktionen wichtige Informationen für den Kapitalmarkt übermitteln. So untermauern empirische Beobachtungen die Vermutung einer Indikatorwirkung von Directors' Dealings für die Geschäftsentwicklung des betreffenden Unternehmens. Zudem lassen sich solche Aktivitäten tendenziell auch als Indikator für die zukünftige Gesamtentwicklung heranziehen, da Informationsträgern von Unternehmen häufig ein antizyklisches Handeln bescheinigt wird.

## 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,6a,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 inhaltliche 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 inhaltliche 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, Kristina Bauer, Email: bauer@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), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

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

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