



## **Researchstudie (Update)**

### **USU Software AG**



**„Bestes erstes Halbjahr der Unternehmensgeschichte; internationale Umsätze sind wichtiger Wachstumstreiber; Prognosen bestätigt“**

**Kursziel: 14,00 €**

**Rating: HALTEN**

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

## USU Software AG\*<sup>5</sup>

### HALTEN

Kursziel: 14,00

aktueller Kurs: 13,05  
25.8.2014 / ETR / 17:36 Uhr  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 137,34  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 121,35  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 32,6 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:  
VEM Aktienbank AG  
LBBW

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold  
leipold@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenkonflikte auf Seite 13

### Unternehmensprofil

Branche: Software

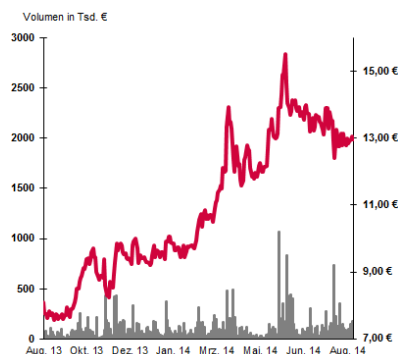
Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business

Mitarbeiter: 453 Stand: 30.06.2014

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften entwickeln und vertreiben ganzheitliche Softwarelösungen für wissensbasiertes Servicemanagement. Das Leistungsspektrum umfasst dabei Lösungen im Bereich „Business Service Management“ für den effizienten und kostenoptimalen Einsatz der IT-Infrastruktur eines Unternehmens sowie im Bereich „Knowledge Solutions“ zur Optimierung wissensintensiver Geschäftsprozesse. Darüber hinaus bietet die Gruppe im Bereich „Business Solutions“ Beratungsleistungen im Rahmen von IT-Projekten sowie individuelle Anwendungsentwicklung an. USU-Kunden erzielen neben einer hohen Serviceverbesserung auch enorme Einsparpotenziale, so dass sich die Investitionen in die Softwarelösungen der USU-Gruppe in sehr kurzer Zeit amortisieren und insofern eine Win-Win-Situation zwischen USU und ihren Kunden entsteht. Entsprechend zählen inzwischen über 500 Unternehmen aus allen Bereichen der Wirtschaft, insbesondere aber aus den IT-intensiven Branchen wie Versicherungen und Banken, zum Kundenkreis der USU-Gruppe, wie beispielsweise Allianz, BASF, BOSCH, BMW, DEVK, EDEKA, Generali, Hannover Rück, HDI Gerling, Jacobs Engineering, LVM, Texas Instruments, VW, W&W oder ZDF.

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2013	31.12.2014e	31.12.2015e	31.12.2016e
Umsatz	55,71	64,63	76,13	87,63
EBITDA	5,49	8,98	11,06	12,74
EBIT	3,41	6,90	8,97	10,89
bereinigtes EBIT	5,08	8,43	10,64	12,39
Jahresüberschuss	3,68	6,13	8,03	9,77

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,35	0,58	0,76	0,93
Dividende je Aktie	0,25	0,30	0,35	0,45

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,18	1,88	1,59	1,38
EV/EBITDA	22,10	13,51	10,97	9,52
EV/EBIT	35,59	17,58	13,53	11,14
EV/bereinigtes EBIT	23,87	14,39	11,40	9,79
KGV	37,32	22,40	17,10	14,06
KBV	2,58			

### Finanztermine

21.11.2014: Veröffentlichung 9M-Bericht  
24-26.11.2014: EK-Forum Frankfurt  
09-10.12.2014: 18.MKK

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

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
29.7.2014: RG / 13,25 / HALTEN  
27.5.2014: RS / 13,25 / HALTEN  
9.4.2014: RS / 13,25 / KAUFEN  
19.11.2013: RS / 10,90 / KAUFEN  
26.8.2013: RS / 11,20 / KAUFEN

\*\* 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

- Der erfolgreiche Start in das laufende Geschäftsjahr 2014 wurde bei der USU Software AG durch ein außerordentlich gutes zweites Quartal untermauert. Mit einem organischen Umsatzwachstum in Höhe von +16,2 % auf 14,29 Mio. € (VJ: 12,30 Mio. €) hat die Gesellschaft einen neuen Umsatzrekordwert in einem zweiten Quartal präsentiert.
- Einen besonderen Beitrag leistete hierzu der Lizenzmanagementspezialist Aspera, welcher von der Gewinnung mehrerer Großaufträge in den USA, sowie von Aufträgen im Rahmen der Partnerschaft mit CA Technologies profitierte. Demzufolge legten die internationalen Umsätze im Q2 2014 überproportional um +176,3 % auf 4,01 Mio. € (VJ: 1,45 Mio. €) zu und sind somit der wesentliche Wachstumstreiber der abgelaufenen Berichtsperiode.
- Da der überwiegende Teil der ausländischen Umsätze dem margenstarken Produktsegment (insbesondere Lizenzerträge) zuzuordnen ist, verbesserte sich das operative Ergebnis überproportional zur Umsatzentwicklung. Der EBIT-Anstieg von 0,03 Mio. € (Q2/13) auf 1,15 Mio. € (Q2/14) verdeutlicht dies. Da die personellen Weichen für das Unternehmenswachstum bereits im Vorjahr gelegt wurden, profitierte die USU Software AG insgesamt von einer unterproportionalen Kostenentwicklung.
- Auf Halbjahresbasis 2014 verzeichnete die Gesellschaft damit einen Umsatzanstieg auf 27,61 Mio. € (VJ: 24,64 Mio. €) und eine deutliche Verbesserung des EBIT auf 1,25 Mio. € (VJ: -0,32 Mio. €). Das um akquisitorische Effekte bereinigte EBIT lag mit 1,98 Mio. € ebenfalls deutlich oberhalb des Vorjahreswertes von 0,24 Mio. €. Dies ist als eine gute und aussagekräftige Grundlage für das anvisierte Unternehmenswachstum auf Gesamtjahresbasis 2014 zu verstehen. Gemäß bestätigter Unternehmensguidance werden weiterhin Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 63 - 65 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 8 - 8,5 Mio. € erwartet.
- Wesentliche Wachstumspotenziale dürften sich weiterhin primär aus dem Auslandsgeschäft ergeben. Die Partnerschaft mit CA Technologies, der Ausbau der Präsenz der Tochtergesellschaft Aspera in den USA sowie eine allgemein hohe Nachfrage nach Lizenzmanagementlösungen in den USA, sind wichtige Faktoren hierfür. Darüber hinaus soll die Erweiterung des Partnergeschäfts in Europa ausgeweitet werden. Auch der Servicebereich sollte die Tendenz einer höheren Auslastung und damit einen Anstieg der Umsatz- und Ergebnisbeiträge verzeichnen. Angesichts dessen haben wir, analog zur Unternehmensguidance, unsere Umsatz- und Ergebnisprognosen des laufenden und der kommenden Geschäftsjahre nahezu unverändert beibehalten. Diese beziehen zudem die mittelfristige Wachstumsstrategie der Gesellschaft ein, wonach bis zum Jahr 2017 die 100 Mio. €-Marke (EBIT-Marge bereinigt: über 15 %) überschritten werden soll.
- Auf Basis der Prognosen errechnet sich gemäß unserem DCF-Modell ein fairer Wert je Aktie in Höhe von 14,00 € (bisher: 13,25 Mio. €). Die Anhebung des fairen Wertes basiert auf dem Roll-Over-Effekt und damit der Prolongation des Kursziels auf Ende 2015. Angesichts aktueller Kursniveaus lautet das Rating HALTEN.

## INHALTSVERZEICHNIS

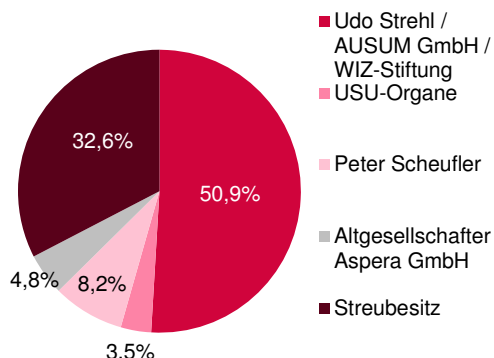
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung Q2 2014 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung Q2 2014 .....	5
Ergebnisentwicklung Q2 2014 .....	6
Bilanzielle Situation zum 30.06.2014 .....	8
<b>Prognosen und Bewertung .....</b>	<b>9</b>
Modellannahmen .....	10
Bestimmung der Kapitalkosten .....	10
Bewertungsergebnis .....	10
DCF-Modell .....	11
<b>Anhang .....</b>	<b>12</b>

## UNTERNEHMEN

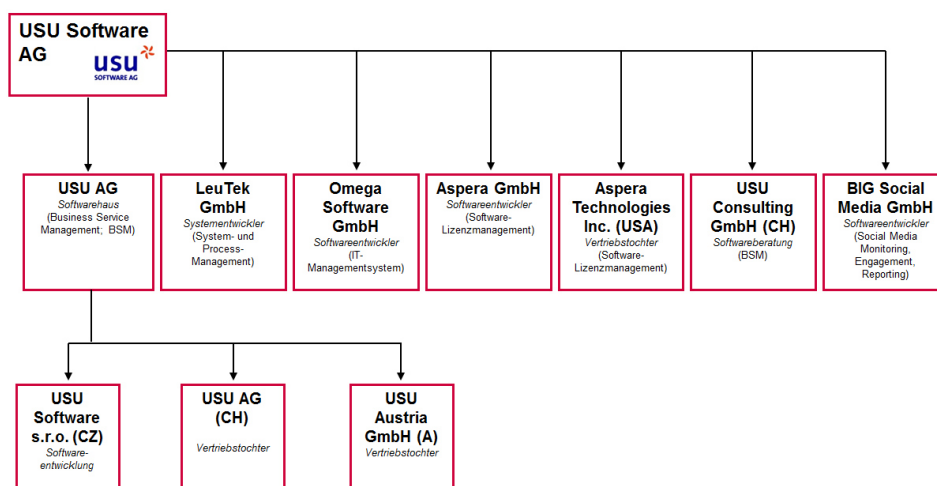
### Aktionärsstruktur

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

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Über die letzten Jahre hinweg hat die USU Software AG die Konzernaktivitäten sowohl organisch, als auch anorganisch, ausgebaut. Als Bestandteil der Unternehmensstrategie wurde dabei das Angebotsspektrum über Unternehmenszukaufe zielgerichtet erweitert. Über die zuletzt erworbenen Gesellschaften ist die USU Software AG in der Lage den Bereich Lizenzmanagement (Aspera GmbH) sowie den Social Media Bereich (BIG Social Media GmbH) abzudecken und zu adressieren. Besonders erfolgreich verlief die Produkt- und Unternehmensintegration der Aspera GmbH, welche einen entscheidenden Beitrag zum inländischen und insbesondere zum internationalen Umsatzwachstum beisteuert. In diesem Zusammenhang sei auf die Gründung der Aspera Technologies Inc. in den USA verwiesen, welche als Vertriebsgesellschaft fungiert. Deutliche Wachstumspulse sind bei der jüngsten Konzerntochter BIG Social Media GmbH ab dem zweiten Halbjahr 2014 zu erwarten.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG Q2 2014

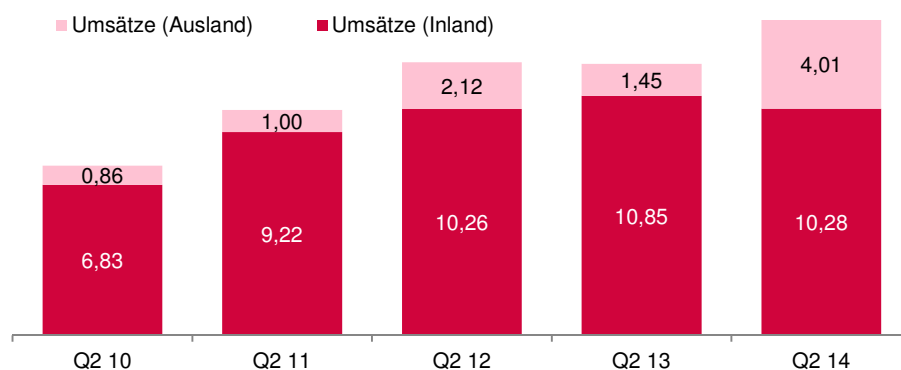
in Mio. €	Q2 2013	Δ ggü. VJ	Q2 2014
Umsatzerlöse	12,30	+16,2%	14,29
Umsatzerlöse - Produkt	9,21	+19,5%	11,00
Umsatzerlöse - Service	3,08	+5,9%	3,26

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung Q2 2014

Mit einem unverändert dynamischen Umsatzwachstum in Höhe von +16,2 % auf 14,29 Mio. € (VJ: 12,30 Mio. €) hat die USU Software AG im zweiten Quartal 2014 an den außerordentlich guten Jahresstart angeknüpft. Dieser neue Umsatzrekord eines zweiten Quartals ist ausschließlich dem organischen Bereich zuzuordnen, womit eine gute Vergleichbarkeit zu den Vorjahreszahlen gegeben ist. Einen besonderen Beitrag hierzu leistete die im Geschäftsjahr 2012 gegründete Vertriebstochter Aspera Technologies Inc., welche von der Gewinnung mehrerer Großaufträge in den USA profitierte. Darüber hinaus erweist sich die Partnerschaft der Aspera GmbH mit CA Technologies, im Rahmen dessen die Aspera-Lizenzmanagementsoftware vertrieben wird, ebenfalls als ein wichtiger Bestandteil des realisierten Umsatzwachstums. Vor diesem Hintergrund legten die internationalen Umsätze im Q2 2014 überproportional um +176,3 % auf 4,01 Mio. € (VJ: 1,45 Mio. €) zu und sind somit der wesentliche Wachstumstreiber der abgelaufenen Berichtsperiode:

#### Inländische und internationale Umsätze (in Mio. €)

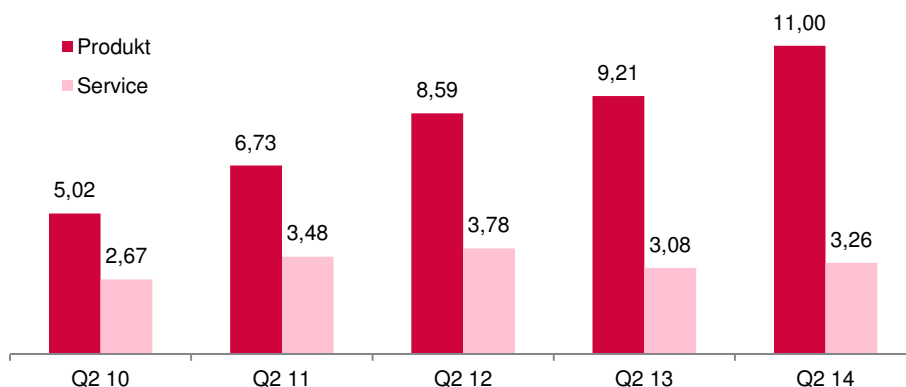


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der deutliche Anstieg der Umsätze im margenstarken Segment „Produkt“ in Höhe von +19,5 % auf 11,00 Mio. € (VJ: 9,21 Mio. €) ist auch dem Umstand zu verdanken, wonach der überwiegende Anteil der internationalen Umsätze dem Produktgeschäft zuzuordnen ist. Die Tendenz der überdurchschnittlichen Entwicklung der Produktumsätze wurde somit auch im zweiten Quartal 2014 fortgesetzt.

Auch im zweiten Geschäftssegment „Service“ verzeichnete die USU Software AG einen Umsatzanstieg in Höhe von +5,9 % auf 3,26 Mio. € (VJ: 3,08 Mio. €). Nach der schwachen und vom Auslaufen mehrerer Großprojekte geprägten Umsatzentwicklung des Vorjahres, waren die Serviceumsätze von leichten Erholungstendenzen geprägt. Verantwortlich dafür sind mehrere kleinere Aufträge, die darüber hinaus zu einer höheren Auslastung in diesem Bereich geführt haben. An das vergleichsweise hohe und in Verbindung mit einem Festpreisprojekt stehende Umsatzniveau des Geschäftsjahres 2012 konnte jedoch noch nicht angeknüpft werden.

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aus Sicht des ersten Halbjahres 2014 hat die USU Software AG insgesamt einen organischen Umsatzanstieg in Höhe von +12,0 % auf 27,61 Mio. € (VJ: 24,64 Mio. €) erwirtschaftet. Somit ist die Basis für ein erfolgreiches Geschäftsjahr 2014 gelegt worden. Typischerweise spielt bei der USU Software AG das zweite Halbjahr, hier insbesondere das letzte Jahresquartal, eine große Rolle für die Gesamtumsatzentwicklung eines Geschäftsjahres.

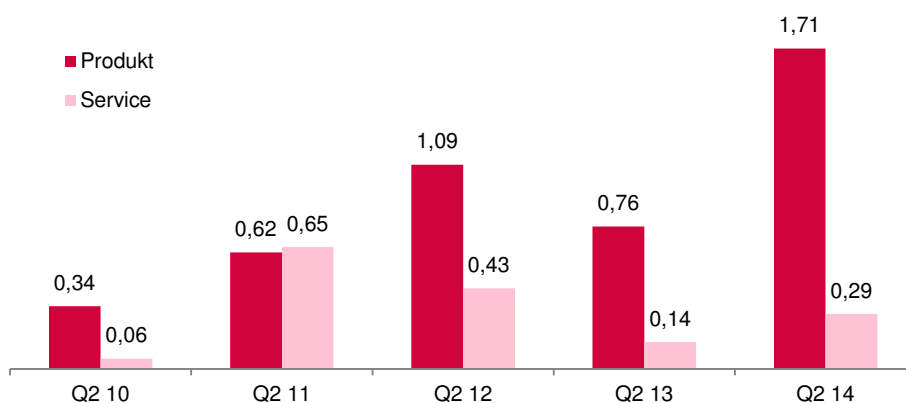
### Ergebnisentwicklung Q2 2014

in Mio. €	Q2 2013	Δ ggü. VJ	Q2 2014
EBITDA	0,40	+330,0%	1,71
EBITDA-Marge	3,2%	+8,7 Pp.	11,9%
EBIT	0,03	+3.612,9%	1,15
EBIT-Marge	0,3%	+7,8 Pp.	8,1%
Periodenüberschuss	-0,12	k.A.	1,06
EPS in €	-0,01	k.A.	0,10

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ein hoher Umsatzbeitrag des margenstarken Produktsegments bewirkt bei der USU Software AG in der Regel eine überdurchschnittliche Ergebnisentwicklung. Demzufolge verbesserte sich das EBIT signifikant von 0,03 Mio. € (Q2/13) auf 1,15 Mio. € (Q2/14), wobei an dieser Stelle Skaleneffekte sichtbar werden. Der verhältnismäßig hohe Ergebnisbeitrag des Produktgeschäftes wird anhand der segmentbezogenen Ergebnisentwicklung sichtbar:

### Segmentbezogene EBIT-Entwicklung (in Mio. €)



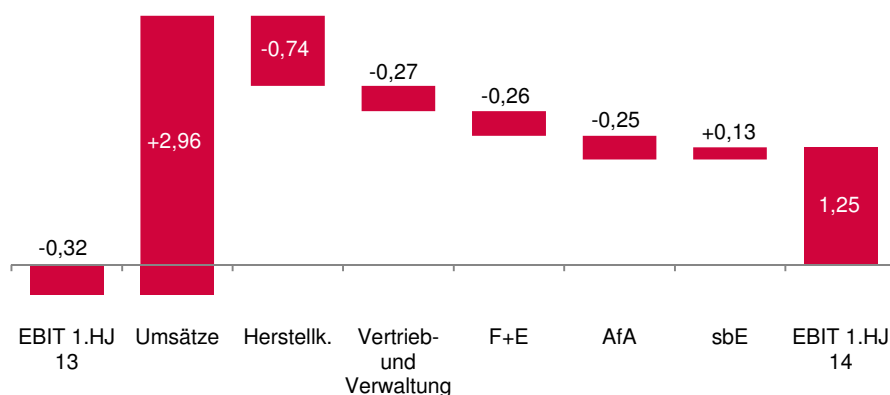
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Analog zur Umsatzentwicklung leistete das Produktsegment mit einem EBIT in Höhe von 1,71 Mio. € (VJ: 0,76 Mio. €) und einer entsprechenden EBIT-Marge von 15,6 % (VJ: 8,3 %) einen außerordentlich hohen Ergebnisbeitrag. Die im zweiten Quartal erreichte hohe Rentabilität ist unter anderem auf den Umsatzmix innerhalb des Produktsegments zurückzuführen. Der Anstieg der margenstarken Lizenzerträge in Höhe von +46,7 % auf 2,25 Mio. € (VJ: 1,53 Mio. €) ist in diesem Zusammenhang erwähnenswert.

Im Servicesegment machten sich vor dem Hintergrund leicht steigender Umsatzniveaus Skaleneffekte bemerkbar, wodurch die USU Software AG einen EBIT-Anstieg in Höhe von +105,6 % auf 0,29 Mio. € (VJ: 0,14 Mio. €) verzeichnete. Zwar fehlten in der abgelaufenen Berichtsperiode größere und damit in der Regel margenstärkere Projekte, die Auslastung legte in diesem Segment jedoch leicht zu.

Auf Halbjahresbasis 2014 erwirtschaftete die USU Software AG ein EBIT in Höhe von 1,25 Mio. €, was im Vergleich zur Vorjahresperiode (VJ: -0,32 Mio. €) einem deutlichen Anstieg gleichkommt. Auf Ebene der operativen Kosten wird somit ein nur unterproportionaler Anstieg sichtbar. Unter anderem ist dies auch auf den Umstand zurückzuführen, wonach die Gesellschaft besonders im vergangenen Geschäftsjahr 2013 die Weichen für das erwartete Umsatzwachstum gelegt hat. Dies hatte sich hauptsächlich in einem deutlichen Ausbau der Konzernbelegschaft von 362 Mitarbeiter (31.12.2012) auf 452 Mitarbeiter (31.12.2013) bemerkbar gemacht. In den ersten sechs Monaten 2014 fand hingegen kein weiterer Ausbau der Belegschaft statt (453 Mitarbeiter zum 30.06.2014), was sich zudem in einer unterproportionalen Kostenentwicklung niedergeschlagen hat:

#### EBIT-Brücke auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wie auch schon in den vorherigen Berichtsperioden war die operative Entwicklung der USU Software AG von akquisitorischen Sondereffekten beeinflusst. Vornehmlich im Bereich der Abschreibungen haben sich die PPA-Abschreibungen im Zusammenhang mit den vergangenen Unternehmenserwerben ergebnisbelastend ausgewirkt (siehe Anstieg AfA in Höhe von 0,25 Mio. €). Um eine bessere Vergleichbarkeit und Transparenz zu gewährleisten, hat die USU Software AG diese Sondereffekte eliminiert und somit ein bereinigtes EBIT errechnet:

Bereinigtes Konzernergebnis (in T€)	1.HJ 2013	1.HJ 2014
EBIT (as reported)	-0,32	1,25
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte	+0,38	+0,62
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren	+0,18	+0,11
<b>Bereinigtes EBIT</b>	<b>0,24</b>	<b>1,98</b>

Quelle: USU Software AG



## Bilanzielle Situation zum 30.06.2014

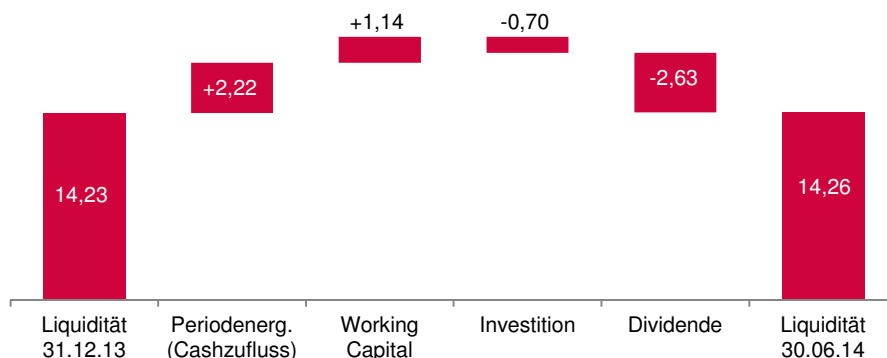
in Mio. €	30.06.2013	31.12.2013	30.06.2014
Eigenkapital	49,12	53,28	51,68
EK-Quote (in %)	63,5%	65,4%	65,0%
Operatives Anlagevermögen	48,76	45,48	44,89
Working Capital	-5,71	-5,38	-6,53
Net Debt	-14,25	-16,04	-16,35

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die Vermögenslage der USU Software AG zum 30.06.2014 weist zur Geschäftsjahresbilanz 2013 keine nennenswerten Veränderungen auf. Weiterhin wird dabei die Passivseite der Bilanz vom Eigenkapital in Höhe von 51,68 Mio. € (31.12.13: 53,28 Mio. €) mit einer EK-Quote von 65,0 % (31.12.13: 65,4 %) dominiert. Die leichte Minderung des Eigenkapitals ist ausschließlich auf die Dividendenzahlung in Höhe von 2,63 Mio. € zurückzuführen, der jedoch ein positives Halbjahresergebnis in Höhe von 0,96 Mio. € entgegensteht.

Beim nahezu unveränderten Fremdkapital in Höhe von 27,91 Mio. € (31.12.13: 28,18 Mio. €) handelt es sich, da keine Bankfinanzierung in Anspruch genommen wird, mehrheitlich um Positionen mit Working Capital-Charakter. Unter Berücksichtigung der kurzfristigen Vermögenswerte hat sich das Nettoumlaufvermögen (Working Capital) weiter auf -6,53 Mio. € (31.12.13: -5,38 Mio. €) reduziert. Dies hatte einen direkten Einfluss auf die Entwicklung der liquiden Mittel, welche trotz der Dividendenabflüsse mit 14,26 Mio. € (31.12.13: 14,23 Mio. €) nahezu unverändert geblieben sind:

### Liquiditätsentwicklung (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im ersten Halbjahr 2014 wurden im Rahmen einer Änderungsvereinbarung die restlichen 49% an der B.I.G. Social Media GmbH erworben. Da die Tochtergesellschaft schon im Vorfeld vollkonsolidiert war, ergaben sich hieraus keine Änderungen in der Vermögenssituation der USU Software AG. Die Bezahlung des Kaufpreises wird erst im Geschäftsjahr 2016 stattfinden und ist abhängig vom erzielten Ergebnis der B.I.G. Social Media GmbH der Geschäftsjahre 2013 - 2015. Die damit zusammenhängende Kaufpreisverbindlichkeit ist zum 30.06.2014 mit 3,11 Mio. € (31.12.13: 2,91 Mio. €) passiviert.

## PROGNOSEN UND BEWERTUNG

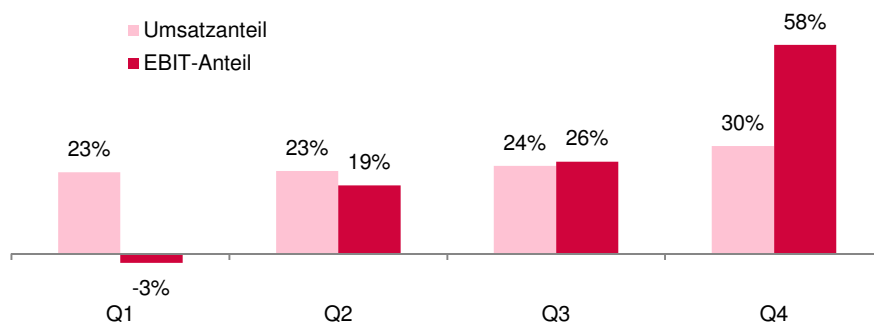
GuV (in Mio. €)	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e
Umsatzerlöse	64,63	76,13	87,63
EBIT	6,90	8,97	10,89
EBIT-Marge	10,7%	11,8%	12,4%
bereinigtes EBIT	8,43	10,64	12,39
bereinigte EBIT-Marge	13,0%	14,0%	14,1%
Jahresüberschuss	6,13	8,03	9,77
EPS in €	0,58	0,76	0,93

Quelle: GBC AG

Das in den ersten sechs Monaten 2014 erwirtschaftete Umsatz- und Ergebnisniveau stellt eine aussagekräftige Grundlage für die Gesamtjahresentwicklung 2014 dar. Die von der Gesellschaft bestätigte Guidance, wonach Umsatzerlöse in Höhe von 63 - 65 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in einer Bandbreite von 8 - 8,5 Mio. € in Aussicht gestellt werden, ist vor diesem Hintergrund ein realistisches Szenario. Wir sehen die USU Software AG gut auf Kurs und bestätigen somit unsere Prognosen (siehe Researchstudie vom 27.05.14) für das laufende Geschäftsjahr 2014, welche in der von der Gesellschaft kommunizierten erwarteten Bandbreite liegen.

Folglich müsste die USU Software AG im zweiten Halbjahr 2014 Umsatzerlöse in Höhe von etwa 37 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von etwa 6,5 Mio. € erwirtschaften. Typischerweise weist die unterjährige Umsatz- und Ergebnissituation der USU Software AG eine hohe Konzentration auf das zweite Halbjahr auf.

### Unterjährige Umsatz- und Ergebnisaufteilung (2008-2013)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auf einer zum ersten Halbjahr 2014 vergleichbaren Grundlage, wonach insbesondere der Ausbau des margenstarken Produktgeschäftes einen wichtigen Beitrag leisten dürfte, ist diese Annahme nachvollziehbar. Große Wachstumspotenziale ergeben sich dabei primär im Auslandsgeschäft (Aspera Technologies Inc., Partnerschaft der Aspera GmbH mit CA Technologies). In diesem Zusammenhang wurde neben dem bestehenden Standort in Boston eine weitere Vertretung in San Diego eröffnet, um künftig eine breitere Abdeckung des Marktes in den USA zu bewerkstelligen. Speziell in den USA ist die Nachfrage nach Lizenzmanagement-Lösungen sehr hoch. Die Erweiterung des europäischen Partnergeschäftes soll jedoch auch forciert werden, so dass die Gesellschaft eine deutlich größere Unabhängigkeit von der Nachfrageentwicklung in Deutschland realisiert. Flankierend hierzu dürfte auch der Servicebereich eine höhere Auslastung und damit einen Anstieg der Umsatz- und Ergebnisniveaus vorweisen.

Unsere langfristigen Prognosen orientieren sich unverändert an der Mittelfristplanung des Unternehmens. Bis zum Jahr 2017 soll die 100 Mio. €-Marke (EBIT-Marge bereinigt: über 15 %) überschritten werden.

## Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2014, 2015 und 2016 in Phase 1, erfolgt von 2017 bis 2021 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 3,0 %. Als Ziel EBIT-DA-Marge haben wir 16,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund der noch bestehenden Verlustvorträge mit 10,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,0 %.

## Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der USU Software AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Als risikoloser Zinssatz wird der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen verwendet. Dieser beträgt derzeit 2,00 % (bisher: 2,00 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,2571.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 8,91 % (bisher: 8,91 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,91 % (bisher: 8,91 %).

## Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 8,91 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2015 entspricht als Kursziel 14,00 €. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 13,25 € nach oben hin angepasst. Diese Anpassung ist dabei hauptsächlich das Ergebnis des Roll-Over-Effektes und damit der Prolongation des Kursziels. Das aktuelle Kursziel berechnet sich zum Geschäftsjahresende 2015, wohingegen das bisherige Kursziel auf Basis des Geschäftsjahres 2014 errechnet wurde.

## DCF-Modell

### USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	14,1%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,5%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	0,0%		

#### dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 14e	GJ 15e	GJ 16e	GJ 17e	GJ 18e	GJ 19e	GJ 20e	GJ 21e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	64,63	76,13	87,63	90,26	92,96	95,75	98,63	101,58	
<i>US Veränderung</i>	16,0%	17,8%	15,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,47	1,80	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	2,15	
EBITDA	8,98	11,06	12,74	14,44	14,87	15,32	15,78	16,25	
<i>EBITDA-Marge</i>	13,9%	14,5%	14,5%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	6,90	8,97	10,89	12,63	13,01	13,40	13,80	14,22	
<i>EBITA-Marge</i>	10,7%	11,8%	12,4%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,1%
Steuern auf EBITA zu EBITA	-0,69	-0,90	-1,09	-1,26	-1,30	-1,34	-2,76	-2,84	
	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	6,21	8,07	9,80	11,37	11,71	12,06	11,04	11,37	
Kapitalrendite	15,5%	19,5%	24,3%	27,9%	27,9%	27,9%	24,8%	24,8%	21,7%
Working Capital (WC)	-2,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>WC zu Umsatz</i>	-3,9%	-2,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,88	-0,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	43,88	42,28	40,68	41,90	43,16	44,45	45,79	47,16	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,08	-2,09	-1,85	-1,81	-1,86	-1,92	-1,98	-2,04	
<i>AFA zu OAV</i>	4,7%	4,9%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,48	-0,49	-0,25	-3,03	-3,12	-3,22	-3,31	-3,41	
Investiertes Kapital	41,38	40,28	40,68	41,90	43,16	44,45	45,79	47,16	
EBITDA	8,98	11,06	12,74	14,44	14,87	15,32	15,78	16,25	
Steuern auf EBITA	-0,69	-0,90	-1,09	-1,26	-1,30	-1,34	-2,76	-2,84	
Investitionen gesamt	-3,36	-4,10	-2,25	-3,03	-3,12	-3,22	-3,31	-3,41	
<i>Investitionen in OAV</i>	-0,48	-0,49	-0,25	-3,03	-3,12	-3,22	-3,31	-3,41	
<i>Investitionen in WC</i>	-2,88	-0,50	-2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	-3,11	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,94	6,06	9,40	10,15	10,45	10,77	9,71	10,00	134,16

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	120,91	125,63
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	47,11	45,25
<i>Barwert des Continuing Value</i>	73,80	80,38
Nettoschulden (Net debt)	-18,25	-21,64
Wert des Eigenkapitals	139,16	147,27
Fremde Gewinnanteile	0,05	0,05
Wert des Aktienkapitals	139,20	147,31
Ausstehende Aktien in Mio.	10,52	10,52
Fairer Wert der Aktie in EUR	13,23	<b>14,00</b>

#### Kapitalkostenermittlung:

<i>risikolose Rendite</i>	2,0%
<i>Marktrisikoprämie</i>	5,5%
<i>Beta</i>	1,26
Eigenkapitalkosten	8,9%
<i>Zielgewichtung</i>	100,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	25,0%
<b>WACC</b>	<b>8,9%</b>

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
21,2%	14,79	14,27	13,80	13,38	12,99
21,4%	14,90	14,37	13,90	13,47	13,07
21,7%	15,01	14,48	<b>14,00</b>	13,56	13,16
21,9%	15,12	14,58	14,10	13,65	13,25
22,2%	15,23	14,68	14,19	13,74	13,33

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere, des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder andere Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wert je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufen, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen, etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (7) Der zuständige Analyst oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen, vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um mögliche Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese sofern vorhanden, offen zu legen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Markus Lindermayr, Email: [lindermayr@gbc-ag.de](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**  
**Philipp Leipold, Dipl. Volkswirt, Finanzanalyst**

**§ 3 Urheberrechte**

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

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

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