



Researchstudie (Anno)



USU Software AG steuert weitere Rekorde an; Kursziel auf 10,60 € angehoben

Kursziel: 10,60 €

Rating: Kaufen

WICHTIGER HINWEIS:
Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 17

Kaufen

Kursziel: 10,60

aktueller Kurs: 7,75

8.4.2013 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 81,56

EnterpriseValue³: 68,36

³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 31,0 %

Transparenzlevel:

Prime Standard

Marktsegment:

Regulierter Markt

Rechnungslegung:

IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:

VEM Aktienbank AG

LBBW

Analysten:

Cosmin Filker

filker@gbc-ag.de

Philipp Leipold

leipold@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 19

USU Software AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business

Mitarbeiter: 362 Stand: 31.12.2012

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die 1977 gegründete USU Software AG mit Sitz in Möglingen bietet als Spezialist für Business Service Management Anwendungen und Servicedienstleistungen im Rahmen ihres Produkt- und Servicegeschäftes. Mit ihren bekanntesten Produkten Valuation und USU KnowledgeCenter ist die USU Software AG in der Lage, den wachsenden technischen und kaufmännischen Anforderungen zu entsprechen und individuelle ganzheitliche Lösungen für ihre Kunden anzubieten. Mit dem Fokus auf Business Service Management als neuartigen strategischen Ansatz für Unternehmen ermöglichen die Produkte der USU Software AG die Konzentration auf die entscheidenden Kernprozesse sowie die Einbindung des Wertbeitrages der IT-Organisation in das Unternehmen. Mit der integrierten Software Suite Valuation haben die Kunden von USU die Möglichkeit einer effizienten Kostenplanung ihrer IT-Infrastruktur sowie der individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener externer Wissensquellen werden durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht.

Daten & Prognosen

GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2012	31.12.2013e	31.12.2014e	31.12.2015e
Umsatz	51,23	59,94	68,94	76,94
EBITDA	5,27	9,17	10,75	12,27
EBIT	3,53	6,68	8,60	10,11
EBIT (bereinigt)	7,07*	8,99*	10,59*	12,10*
Jahresüberschuss	4,83	5,40	6,64	8,15

* Berechnung gemäß Unternehmenskommunikation

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,46	0,51	0,63	0,77
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,30	0,68

Kennzahlen				
EV/Umsatz	1,33	1,14	0,99	0,89
EV/EBITDA	12,97	7,45	6,36	5,57
EV/EBIT	19,37	10,23	7,95	6,76
EV/EBIT (bereinigt)	9,67	7,60	6,46	5,65
KGV	16,89	15,10	12,28	10,01
KBV	1,56			

Finanztermine:

Datum: Ereignis

16.05.2013: Veröffentlichung Q1-Bericht

06.06.2013: Hauptversammlung

15.08.2013: Veröffentlichung HJ-Bericht

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffent. / Kursziel in EUR / Rating

12.2.2013: RG / 8,50 / KAUFEN

11.1.2013: RS / 8,50 / HALTEN

8.11.2012: RS / 7,50 / KAUFEN

6.11.2012: RG / 7,40 / KAUFEN

RS = Research Studie; RG = Research Guide;

** oben aufgeführte Researchstudie kann unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D 86150 Augsburg angefordert werden.

Inhaltsangabe

Unternehmen

Aktionärsstruktur.....	2
Konsolidierungskreis.....	2
Produkte	3

Markt und Marktumfeld

Branchenentwicklung.....	4
--------------------------	---

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick.....	5
Geschäftsentwicklung 2012.....	6
Umsatzentwicklung.....	6
Ergebnisentwicklung.....	7
Bilanzielle und finanzielle Situation.....	10
Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen.....	10
Prognose und Modellannahmen.....	12
Wachstumsstrategie.....	12
Umsatzprognosen.....	13
Ergebnisprognosen.....	13

Bewertung/ Fazit

DCF-Bewertung.....	14
Modellannahmen.....	14
Bestimmung der Kapitalkosten.....	14
Bewertungsergebnis.....	14
Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung.....	15
Fazit	16

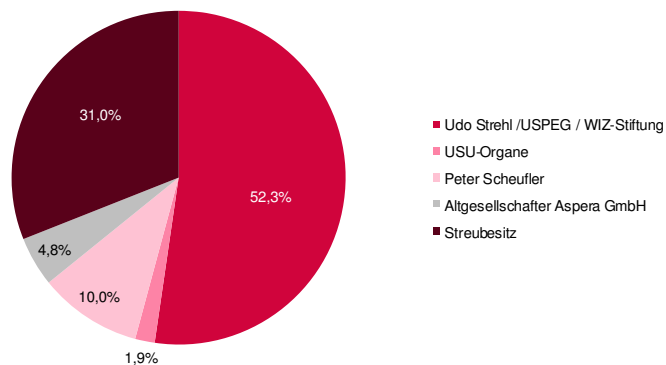
Anhang

Disclaimer und Haftungsausschluss	17
Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34 b WpHG.....	19

Unternehmen

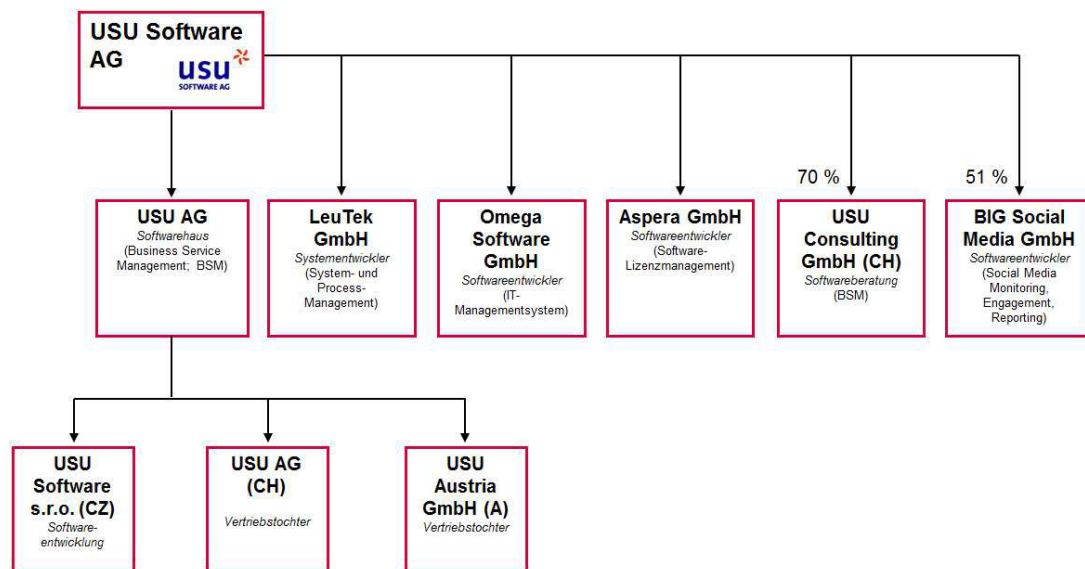
Aktionärsstruktur

Anteilseigner in %	28.03.2011	30.03.2012	27.03.2013
Udo Strehl /USPEG / WIZ-Stiftung	52,2 %	52,3 %	52,3 %
USU-Organen	1,9 %	1,9 %	1,9 %
Peter Scheufler	11,4 %	11,4 %	10,0 %
eigene Anteile	-	-	-
Altgesellschafter Aspera GmbH	4,8 %	4,8 %	4,8 %
Streubesitz	29,7 %	29,5 %	31,0 %



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG

Gemäß der Unternehmensstrategie, wonach zielgerichtet die Konzernaktivitäten durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe ausgebaut werden sollen, hat die USU Software AG mit Wirkung zum Januar 2013 mehrheitlich die BIG Social Media GmbH übernommen. Derzeit ist damit die USU Software AG als Konzernobergesellschaft an neun inländischen und ausländischen, operativ aktiven Tochtergesellschaften beteiligt.

Produkte

Die Produktpalette der USU Software AG lässt sich in drei Bereiche untergliedern: **Business Service Management, Knowledge Solutions** und **Business Solutions**. Der Kerngedanke und der Vorteil beim Einsatz der USU-Produktpalette liegt in einer Steigerung der Effizienz und in der Optimierung der Kosten bei der Nutzung der Informationstechnologie.

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

Business Service Management

Das dargestellte Beispiel der Lizenzmanagement-Software wird in der Produktsuite Valuation um weitere USU-Module ergänzt, die einen ähnlichen Ansatz verfolgen. Dabei ermöglicht Valuation beispielsweise neben der effektiven Bestandsverwaltung der Hard- und Software eines Unternehmens auch den sicheren Betrieb der IT und der damit verbundenen Geschäftsprozesse. Mit dem ganzheitlichen Portfolio von USU können die USU-Kunden ihre IT-Landschaft laufend aktiv transparent darstellen, verwalten, überprüfen und steuern. Das Ziel ist dabei eine kostenoptimale und servicebezogene Einbindung der IT in die Geschäftsprozesse der Unternehmen.

Knowledge Solutions

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

Business Solutions

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

Markt und Marktumfeld

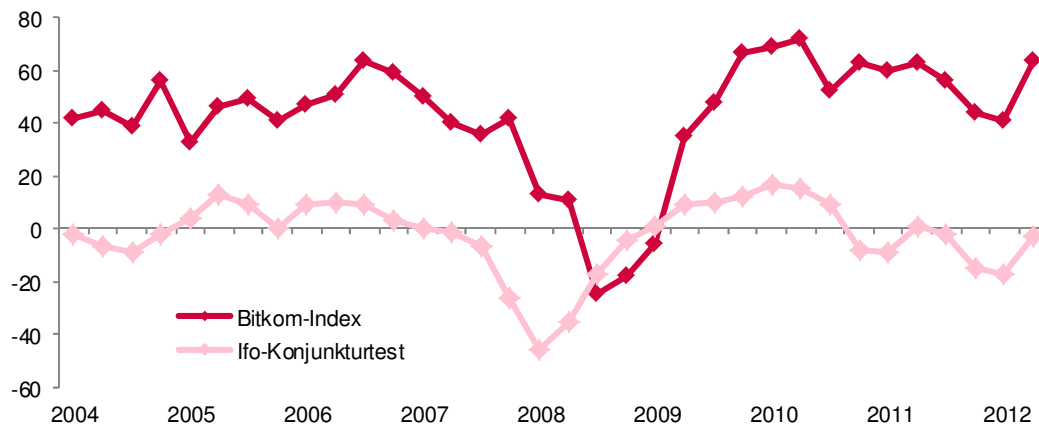
Branchenentwicklung - Gute Stimmung am IT-Markt, weiteres Wachstum erwartet

Nach dem dynamischen Wirtschaftswachstum der vorangegangenen drei Kalenderjahre, war die deutsche konjunkturelle Entwicklung im Jahr 2012 von einem deutlichen Rückgang der Wachstumsraten geprägt. Angesichts der europäischen Staatschuldenkrise fiel das BIP-Wachstum mit +0,7 % verhältnismäßig gering aus, dieses lag jedoch oberhalb der europäischen Vergleichswerte (EU 27: -0,3 %).

Vor diesem Hintergrund präsentierte der deutsche ITK-Markt ein unverändert robustes Wachstum. Die Gesamtumsätze der ITK-Branche legten im abgelaufenen Jahr gegenüber 2011 um +2,2 % zu. Speziell der für die USU Software AG wichtige Teilbereich „Software“ konnte an dieser Entwicklung mit einem Wachstum in Höhe von +5,6 % überdurchschnittlich partizipieren. Das im Teilsegment „IT-Services“ verzeichnete Umsatzwachstum von +2,0 % lag in etwa auf Gesamtbranchenniveau.

Gemäß Prognosen des Branchenverbandes BITKOM sollte sich diese Entwicklung auch im laufenden Jahr 2013 fortsetzen. Ausschlaggebend hierfür ist das allgemein gute Geschäftsklima in der IT-Branche. So rechnen rund drei Viertel der im Rahmen der BITKOM-Konjunkturumfrage befragten Unternehmen mit steigenden Umsätzen. Dies resultiert in einem Anstieg des BITKOM-Index, welcher mit 64 Punkten wieder an die alten Höchstniveaus anknüpfen konnte. Die gesamtwirtschaftliche Stimmung (dargestellt durch die Ifo-Geschäftserwartungen) ist im Vergleich hierzu deutlich pessimistischer.

BITKOM-Index vs. Ifo-Konjunkturtest



Quelle: BITKOM; GBC AG

Da mittlerweile für die USU Software AG die internationalen Umsätze zunehmend an Bedeutung gewinnen (Auslandsanteil 2012: 17,9 %) werden die weltweiten ITK-Markttrends für die Gesellschaft bedeutender. Neuesten Statistiken von EITO (European Information Technology) zufolge, ist die Ausrichtung der USU Software AG insofern nachvollziehbar, als dass sich der weltweite ITK-Markt im Vergleich zur deutschen Branchenentwicklung deutlich dynamischer präsentiert. Demnach dürfte das weltweite Wachstum bei voraussichtlich +5,1 % liegen. Deutsche Anbieter profitieren von dieser Entwicklung in besonderer Weise und können die weltweiten Marktanteile ausbauen.

Demnach legte der Export von ITK-Dienstleistungen im Jahr 2012 deutlich um +15,8 % zu. Über die vergangenen Jahre hinweg war dabei die Exporttätigkeit deutscher ITK-Unternehmen ein wichtiger Faktor der guten Branchenstimmung.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Zahlen im Überblick

GuV (in Mio. €)	GJ 2011	Δ in %	GJ 2012	Δ in %	GJ 2013e	Δ in %	GJ 2014e	Δ in %	GJ 2015e
Umsatzerlöse	45,597	12,4%	51,229	17,0%	59,938	15,0%	68,938	11,6%	76,938
Herstellungskosten	-22,428	15,8%	-25,982	14,2%	-29,669	14,3%	-33,917	11,2%	-37,700
Bruttoergebnis	23,169	9,0%	25,247	19,9%	30,269	15,7%	35,020	12,0%	39,238
Marketing- und Vertriebskosten	-6,161	12,4%	-6,925	12,5%	-7,792	15,0%	-8,962	11,6%	-10,002
Allg. Verwaltungskosten	-4,284	8,4%	-4,643	13,6%	-5,275	12,4%	-5,929	11,6%	-6,617
F & E - Kosten	-6,491	11,5%	-7,240	16,3%	-8,421	13,8%	-9,582	11,6%	-10,694
Afa auf immaterielles Vermögen	-1,559	-26,8%	-1,141	52,6%	-1,741	-2,4%	-1,700	0,0%	-1,700
Sonstige betriebliche Erträge	0,270	51,9%	0,410	-31,7%	0,280	-28,6%	0,200	0,0%	0,200
Sonst. betr. Aufwendungen	-0,300	626,7%	-2,180	-84,4%	-0,340	31,8%	-0,448	-28,6%	-0,320
EBIT	4,644	-24,0%	3,528	97,8%	6,980	23,2%	8,600	17,5%	10,105
Zinserträge	0,284	-10,9%	0,253	18,6%	0,300	6,7%	0,320	0,0%	0,320
Zinsaufwendungen	-0,421	-17,8%	-0,346	-19,1%	-0,280	-14,3%	-0,240	0,0%	-0,240
Steueraufwendungen	-0,962	-243,5%	1,380	-201,4%	-1,400	24,0%	-1,736	17,3%	-2,037
Minderheitenanteile	0,023	-43,5%	0,013	-100,0%	-0,200	50,0%	-0,300	-100,0%	0,000
Konzernjahresüberschuss	3,568	35,3%	4,828	16,0%	5,400	23,0%	6,644	22,6%	8,148
EBITDA	6,700		5,265		9,171		10,750		12,265
in % von den Umsatzerlösen	14,7		10,3		15,3		15,6		15,9
EBIT	4,644		3,528		6,980		8,600		10,105
in % von den Umsatzerlösen	10,2		6,9		11,7		12,5		13,1
Durchschnittliche Aktienanzahl in Mio. Stück	10,524		10,524		10,524		10,524		10,524
Ergebnis je Aktie in €	0,34		0,46		0,51		0,63		0,77
Dividende je Aktie in €	0,20		0,20		0,25		0,30		0,35

Geschäftsentwicklung 2012 - Erfolgreiches Jahr mit neuen Rekordzahlen

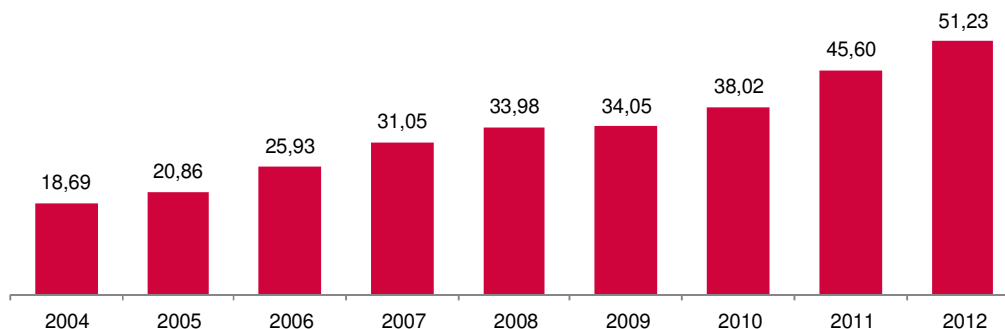
in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
Umsatzerlöse	45,60	+12,4 %	51,23
Umsatzerlöse - Produkt	31,19	+13,9 %	35,54
Umsatzerlöse - Service	14,36	+8,9 %	15,65

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Starke Entwicklung der Produkterlöse und Auslandsumsätze

Mit Umsatzerlösen in Höhe von 51,23 Mio. € konnte die USU Software AG im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 mit dem achten Umsatzanstieg in Folge einen neuen Rekordwert präsentieren. Mit einem Wachstum in Höhe von +12,4 % gegenüber der Vorjahresperiode konnte die Gesellschaft erneut eine zweistellige Wachstumsrate erzielen, welche zumal signifikant oberhalb der Branchenentwicklung lag. Bemerkenswert ist dabei der Umstand, dass die USU Software AG trotz eines zunehmenden Basiseffektes in der Lage war, die hohe Dynamik beizubehalten.

Umsatzentwicklung (in Mio. €)

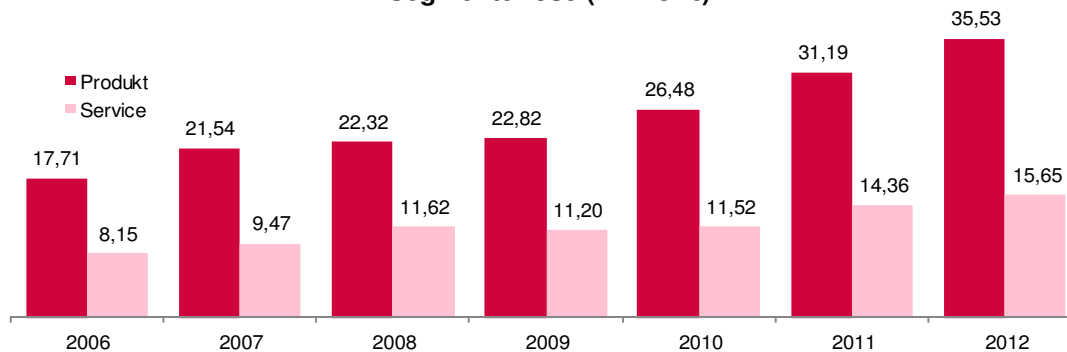


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Durch die Positionierung auf dem Wachstumsmarkt für wissensbasierte Service Management Lösungen konnten im abgelaufenen Geschäftsjahr eine Reihe an Neukunden (Allianz, Commerzbank, Lufthansa, ThyssenKrupp, Bundesagentur für Arbeit etc.) gewonnen werden.

Einen wesentlichen Beitrag zur Umsatzdynamik hat der im Jahr 2010 erworbene Lizenzmanagement-Spezialist Aspera GmbH geleistet. Zum Erwerbszeitpunkt lag das Umsatzniveau der Aspera GmbH bei etwa 4,00 Mio. € (Aspera-Geschäftsjahr 2009/2010). Die zum damaligen Zeitpunkt von der USU Software AG anvisierte Umsatzverdoppelung innerhalb von drei Jahren, wurde frühzeitig erreicht. Dementsprechend beziffern wir den Wachstumsbeitrag der USU-Tochter in den letzten beiden Geschäftsjahren auf etwa +50 %.

Segmenterlöse (in Mio. €)



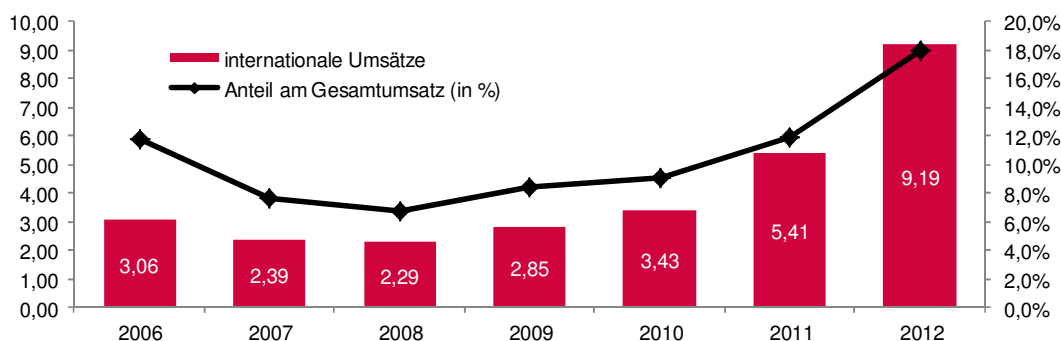
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das auch daraus resultierende starke Wachstum der Erlöse mit Softwarelizenzen (+35,1 %

ggü. VJ) hat zu einer überproportionalen Entwicklung im Produktbereich beigetragen. Insgesamt setzte sich die Dynamik in diesem Segment mit einem Umsatzwachstum in Höhe von +13,9 % auf 35,54 Mio. € (VJ: 31,19 Mio. €) fort. Über die letzten Geschäftsjahre hinweg (2006 - 2012) konnte in diesem Geschäftsbereich ein durchschnittliches Wachstum (CAGR) in Höhe von +12,3 % erreicht werden. Ähnliche langfristige Wachstumsraten wurden auch mit dem Beratungssegment erzielt (CAGR: +11,5 %), wenngleich die Dynamik in den letzten Geschäftsjahren, aufgrund ausgelaufener Großverträge, vergleichsweise niedriger war.

Die positive Entwicklung des Produktbereiches ist zugleich ein Ausdruck der erfolgreichen Internationalisierungsstrategie der Gesellschaft. Die ausländischen Umsätze, welche größtenteils dem Produktsegment zugerechnet werden, legten gegenüber der Vorjahresperiode um +69,8 % auf 9,19 Mio. € (VJ: 5,41 Mio. €) signifikant zu. Der dazugehörige Anteil an den Gesamtumsätzen lag mit 17,9 % (VJ: 11,9 %) oberhalb der von der Gesellschaft anvisierten Größenordnung von 15,0 %. Mit der USU Austria GmbH, USU (Schweiz) AG und der im Jahr 2012 gegründeten Tochtergesellschaft Aspera Technologies Inc. (Boston) verfügt der USU-Konzern über 3 ausländische vertriebsbezogene Tochtergesellschaften. Tendenziell sollte das internationale Wachstum, auch vor dem Hintergrund der Partnerschaft mit CA Technologies, einem weltweit führenden Softwarehaus, weiter an Bedeutung gewinnen.

Auslandsumsätze (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ergebnisentwicklung - Finale Kaufpreiszahlung belastet operatives Ergebnis

in Mio. €	GJ 2011	Δ 2011/2012	GJ 2012
EBITDA (Marge)	6,70 (14,7 %)	-21,4 %	5,27 (10,3 %)
EBIT (Marge)	4,64 (10,2 %)	-24,0 %	3,53 (6,9 %)
Jahresüberschuss	3,57	+35,3 %	4,83
EPS in €	0,34		0,46

Quelle: USU Software AG; GBC AG

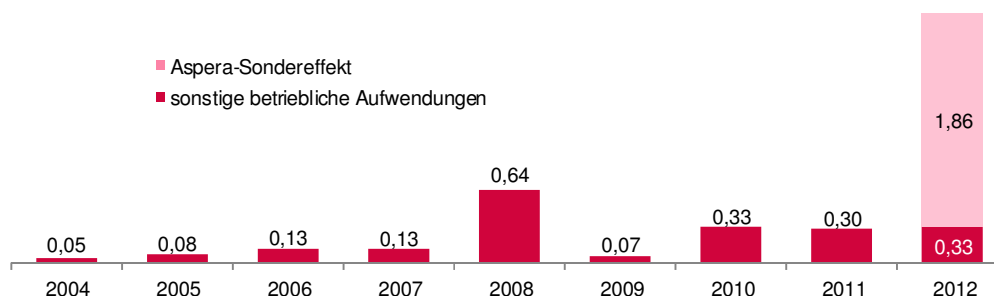
Im Gegensatz zur positiven Umsatzentwicklung gestalteten sich operative Ergebniskennzahlen im Geschäftsjahr 2012 gegenüber dem Vorjahr rückläufig. Das EBIT minderte sich dabei um -24,0 % auf 3,53 Mio. € (VJ: 4,64 Mio. €).

Für den Ergebnismindernd sind zwei wesentliche Faktoren verantwortlich. Einerseits erhöhten sich die Herstellkosten des Umsatzes überproportional um +15,8 % auf 25,98 Mio. € (VJ: 22,43 Mio. €). Dies ist eine Folge des Personalausbaus sowie des verstärkten Einsatzes von externen Mitarbeitern. Zugleich fand im Rahmen der Partnerschaft mit CA Technologies eine hohe Ressourcenbindung statt, der jedoch bislang noch keine Umsatzerlöse entgegenstehen.

Einen ebenfalls ergebnismindernden Effekt hatte die finale Kaufpreiszahlung für den Erwerb der restlichen 49% an der Aspera GmbH. Die für den finalen Kaufpreis ausschlaggebende Ergebnisentwicklung der USU-Tochtergesellschaft war besser als erwartet, so dass der Kaufpreis um 1,86 Mio. € über dem bisher bilanzierten Wert lag. Dieser Unterschiedsbetrag wurde im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 als Sondereffekt in den sonstigen be-

trieblichen Aufwendungen ergebniswirksam berücksichtigt. Bereinigt um diesen Effekt hätte das EBIT bei 5,39 Mio. € (EBIT-Marge: 10,6 %) gelegen, was gegenüber dem Vorjahr einem Anstieg von +15,9 % entspricht.

Sonstige betriebliche Aufwendungen (in Mio. €)

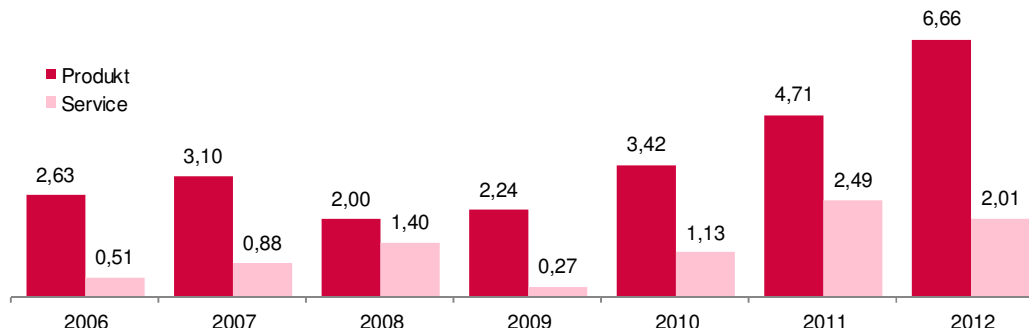


Quelle: USU Software AG; GBC AG

Bei den übrigen Kostenpositionen wird eine hohe Kostendisziplin seitens der USU Software AG sichtbar. Sowohl die Verwaltungs- und Marketingkosten als auch die Aufwendungen für den Forschungs- und Entwicklungsbereich blieben im Verhältnis zu den Umsatzerlösen gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert.

Eine nach den beiden Geschäftssegmenten „Produkt“ und „Service“ getrennte Betrachtung der EBIT-Beiträge verdeutlicht die vergleichsweise hohen Ergebnisbeiträge des Produktbereiches. Bei einer EBIT-Marge von 18,7 % (VJ: 15,1 %) trug dieser Bereich mit 6,66 Mio. € zum Konzern-EBIT bei. Die Anlaufkosten und der Einsatz externer Berater macht sich speziell im Servicesegment bemerkbar. Demnach minderte sich der daraus stammende EBIT-Beitrag von 2,49 Mio. € (GJ 2011) auf 2,01 Mio. €. Die dazugehörige EBIT-Marge liegt bei 12,9 % (VJ: 17,3 %).

Segments-EBIT (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Trotz der rückläufigen operativen Ergebnisentwicklung erzielte die USU Software AG mit 4,83 Mio. € (VJ: 3,57 Mio. €) das beste Nachsteuerergebnis der Unternehmensgeschichte. Auch für diese Entwicklung sind akquisitorische Sondereffekte von hoher Bedeutung. Demnach wurde nach dem 100%igen Erwerb der Tochtergesellschaft Aspera GmbH ein Ergebnisabführungsvertrag mit dieser vereinbart. Im Zusammenhang mit den steuerlichen Verlustvorträgen der USU Software AG ergab sich daraus im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 insgesamt ein Steuerertrag in Höhe von 1,38 Mio. € (VJ: -0,96 Mio. €).

Ergänzende Information

Aufgrund der hier dargestellten akquisitorischen Sondereffekte kommuniziert die USU Software AG auch eine bereinigte Gewinn- und Verlustrechnung. Im Rahmen dessen werden die verschiedenen Sondereffekte eliminiert, um somit zu einem bereinigten Konzernergebnis zu gelangen. Bei den Bereinigungen handelt es sich vornehmlich um Sondereffekte, die im Zusammenhang mit den vorgenommenen Akquisitionen stehen. Die Eliminierung von sowohl außerplanmäßigen Firmenwertabschreibungen, denen jedoch die Aktivierung laten-

ter Steuern gegenüber steht, als auch der Abschreibungen auf erworbene immaterielle Vermögenswerte, ermöglichen den Ausweis eines Ergebnisses, welches der operativen Entwicklung der USU Software AG näher kommt. Gleichzeitig stellt das bereinigte Konzernergebnis die tatsächlichen Liquiditätsbewegungen besser dar:

Bereinigtes Konzernergebnis		
in Mio. €	2011	2012
EBIT	4,64	3,53
Abschreibungen auf im Rahmen von Akquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte*	+1,56	+1,14
Akquisitionsbedingte Sonderfaktoren*	+0,32	+2,40
Bereinigtes EBIT	6,52	7,07
Finanzergebnis	-0,14	-0,11
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-0,96	+1,38
Steuereffekte bezogen auf Bereinigungen*	-0,26	-1,15
Minderheitenanteile	-0,02	+0,12
Bereinigtes Konzernergebnis	5,32	7,23
Bereinigtes EPS	0,50	0,69

* grau unterlegte Zeilen stellen die Bereinigungen gegenüber der Konzern GuV dar

Quelle: USU Software AG

Wie der Darstellung zu entnehmen ist, sind die wesentlichen Bereinigungen im Bereich der akquisitionsbedingten Sonderfaktoren (hauptsächlich Kaufpreisanpassungen für den Aspera-Erwerb) sowie bei den Steuereffekten (Aktivierung latenter Steuern nach Vereinbarung des Gewinnabführungsvertrages mit der Aspera GmbH), vorgenommen worden.

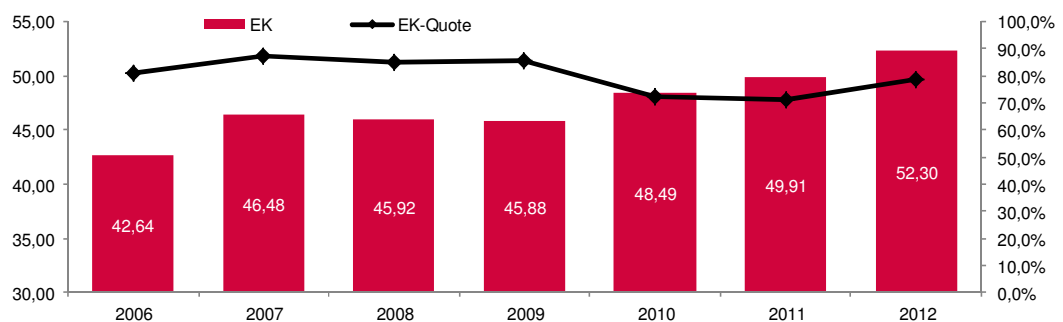
Bilanzielle und finanzielle Situation - Weitere Verbesserung der Bilanzrelationen

in Mio. €	GJ 2010	GJ 2011	GJ 2012
Eigenkapital (EK-Quote)	48,49 (72,5 %)	49,91 (71,3 %)	52,30 (78,4 %)
Operatives Anlagevermögen	42,61	41,00	40,01
Working Capital	2,06	-1,84	-0,92
Liquide Mittel (inkl. Wertpapiere)	11,06	17,63	11,41

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Angesichts einer positiven Entwicklung des Nachsteuerergebnisses, verbesserte sich das Eigenkapital der USU Software AG auf 52,30 Mio. € (31.12.11: 49,91 Mio. €) und partizipiert nunmehr zu 78,4 % (71,3 %) an der Bilanzsumme. Dieser deutliche Anstieg der Eigenkapitalquote ist darüber hinaus auf eine Reduktion der Bilanzsumme zurückzuführen.

Eigenkapital (in Mio. €) und EK-Quote (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Im Wesentlichen gibt die Bilanzsummenreduktion die Zahlung der finalen Kaufpreisanteile an der Aspera GmbH wieder. Passivseitig hat dies zu einem Rückgang der kurzfristigen Verbindlichkeiten (Bilanzposition Kaufpreisverbindlichkeiten) von 18,51 Mio. € (31.12.11) auf 13,43 Mio. € geführt. Der Liquiditätsabfluss der finalen Aspera-Transaktion hat zusammen mit der Dividendenzahlung in Höhe von 2,11 Mio. € einen Rückgang der liquiden Mittel auf 11,41 Mio. € (31.12.11: 17,63 Mio. €) zur Folge gehabt.

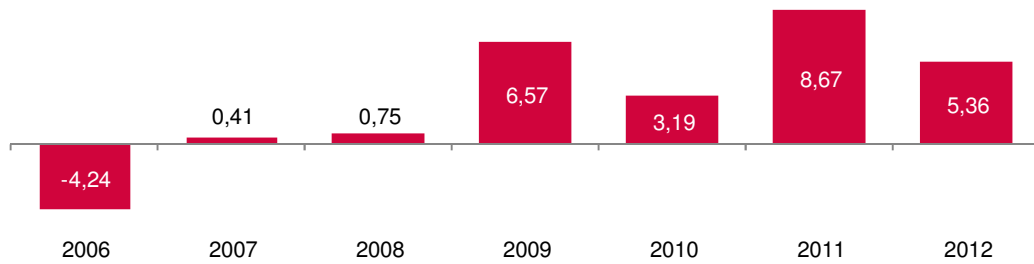
Die übrigen Bilanzpositionen weisen nur geringe Änderungen auf. Besonders stabil hat sich das Capital Employed (CE), als Summe des operativen Vermögens und des Working Capitals, entwickelt. Gegenüber dem Vorjahreswert von 39,16 Mio. € hat sich diese Kennzahl nur marginal auf 39,09 Mio. € reduziert.

Erwähnenswert ist weiterhin der Umstand, wonach die USU Software AG auf keinerlei Bankkredite zurückgreifen muss. Die Finanzierung des Geschäftsbetriebes wird dabei unverändert ausschließlich über Eigenkapital und kurzfristiges Fremdkapital mit Working Capital-Charakter bewerkstelligt.

Cashflow- und Rentabilitätskennzahlen - Weiterhin auf hohem Niveau

Der operative Cashflow der USU Software AG entspricht mit 5,59 Mio. € (VJ: 9,43 Mio. €) in etwa dem im abgelaufenen Geschäftsjahr erzielten EBITDA. Somit sind die Effekte aus der marginalen Veränderung des Working Capitals vernachlässigbar. Analog dazu lag der freie Cashflow aufgrund eines verhältnismäßig geringen CAPEX (Capital expenditure) mit 5,36 Mio. € (VJ: 8,67 Mio. €) in etwa auf dem Niveau des operativen Cashflows. Die dazugehörige Cash Conversion Rate von 1,1 (VJ: 2,4) liegt im Bereich des von der USU Software AG langfristig erreichten Wertes. Der überdurchschnittlich gute Vorjahreswert ist dabei auf einen im Geschäftsjahr 2011 erfolgten Abbau des Working Capital zurückzuführen.

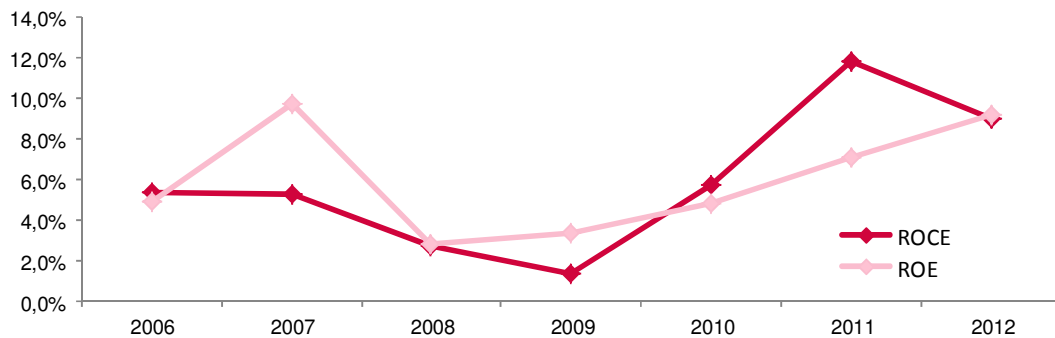
Freier Cashflow (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die außerordentlichen akquisitionsbedingten Faktoren haben zugleich die wichtigen Rentabilitätskennziffern ROCE (Return on Capital Employed) und ROE (Return on Equity) beeinflusst. Nichtsdestotrotz gilt es festzuhalten, dass die USU Software AG über die letzten Geschäftsjahre hinweg eine stetige Verbesserung dieser Kennzahlen auf ein überdurchschnittlich gutes Niveau realisieren konnte. Die Gesamtkapitalrentabilität (ROCE) verringerte sich zwar auf 9,0 % (VJ: 11,9 %), dies liegt jedoch in der Berechnungsgrundlage begründet, wonach das durch Sondereinflüsse niedrigere EBIT einbezogen wird. Im Gegensatz dazu verbesserte sich die auf den Jahresüberschuss aufbauende Eigenkapitalrentabilität (ROE) auf 9,2 % (VJ: 7,1 %).

ROCE und ROE (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Prognose und Modellannahmen - Weitere Rekordwerte im Blickpunkt

in Mio. €	GJ 2012	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e
Umsatzerlöse	51,23	59,94	68,94	76,94
EBITDA (Marge)	5,27 (10,3 %)	9,17 (15,3 %)	10,75 (15,6 %)	12,27 (15,9 %)
EBIT (Marge)	3,53 (6,9 %)	6,98 (11,7 %)	8,60 (12,5 %)	10,11 (13,1 %)
Jahresüberschuss	4,83	5,40	6,64	8,15
EPS	0,46	0,51	0,63	0,77

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wachstumsstrategie - Drei Strategiebausteine für weiteres Wachstum

Die USU Software AG hat in den letzten Geschäftsjahren stets überdurchschnittlich stark am Branchenwachstum partizipieren und dementsprechend die eigene Marktstellung ausbauen können. In der strategischen Ausrichtung der Gesellschaft befanden sich dabei drei wesentliche Wachstumsstrategien im Fokus.

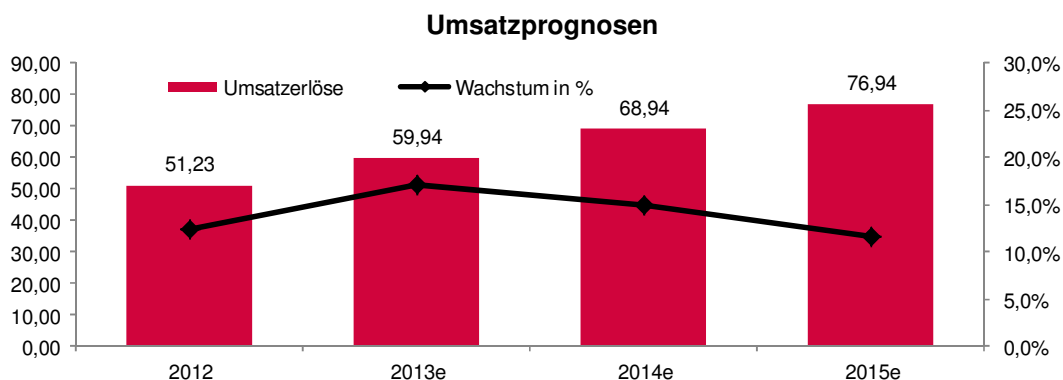
Einerseits wurde das organische Wachstum speziell im Rahmen von Produktinnovationen und der Weiterentwicklung der bestehenden Produktpalette vorangetrieben. Auch im abgelaufenen Geschäftsjahr gelang es der USU Software AG neue namhafte Kunden wie Allianz, Commerzbank, Lufthansa, oder ThyssenKrupp für sich zu gewinnen. Welchen Stellenwert die Weiterentwicklung der USU-Produkte einnimmt, lässt sich gut anhand der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen erkennen, welche in den letzten Jahren stetig ausgebaut wurden. Erwähnenswert ist darüberhinaus der Umstand, wonach die USU-Kunden durch den Einsatz der Produkte von einer steigenden Effizienz bei einer gleichzeitigen Kostenoptimierung und einer schnellen Amortisation der Investitionen profitieren können. Insofern erkennen wir eine geringere konjunkturelle Sensitivität für die USU Software AG. Rund 50 % des Unternehmenswachstums der letzten beiden Geschäftsjahre ist organischen Ursprungs.

Gemäß dem zweiten Strategiebaustein, soll das künftige Unternehmenswachstum auch durch anorganische Effekte realisiert werden. In den letzten beiden Geschäftsjahren hat die Gesellschaft mit der Aspera GmbH und der USU Consulting GmbH zwei neue Tochtergesellschaften erworben. Speziell der Erwerb der Aspera GmbH erweist sich als wichtiger Wachstumstreiber. Zwischenzeitlich steuert diese Tochtergesellschaft die höchsten Wachstumsraten im USU-Konzernverbund bei. Künftige Potenziale erkennen wir insbesondere anhand der Vertriebspartnerschaft mit CA Technologies, einem der weltweit größten Softwarehäuser. Im Rahmen dessen soll die Lizenzmanagement-Lösung der Aspera GmbH zusammen mit der CA-Produktsuite für Service Management weltweit vertrieben werden. Nennenswerte, daraus generierte Umsatzerlöse werden ab dem zweiten Quartal 2013 erwartet. Ebenfalls als Bestandteil der anorganischen Wachstumsstrategie wurden im laufenden Geschäftsjahr 2013 rund 51 % der Anteile an der BIG Social Media GmbH übernommen. Mit dieser Transaktion engagiert sich die USU Software AG auch im wirtschaftlich nutzbaren Social Media-Bereich, einem Bereich, welcher in den letzten Jahren sehr hohe Wachstumsraten aufgewiesen hat. Die zusätzlichen Umsatzpotenziale liegen im laufenden Geschäftsjahr 2013 gemäß unseren Erwartungen bei 4,50 Mio. €. Wir haben sowohl die Umsatz- als auch Ergebnispotenziale aus dieser Transaktion in unseren Prognosen berücksichtigt. Weitere Akquisitionen sehen wir, auch angesichts der sehr guten Liquiditätsausstattung der USU Software AG, als sehr wahrscheinlich an.

Der dritte Strategiebaustein der Gesellschaft umfasst das internationale Wachstum. Die ausländischen Umsatzerlöse erhöhten sich im letzten Geschäftsjahr deutlich auf 9,19 Mio. € (VJ: 5,41 Mio. €) und steuerten bereits 17,9 % an den Gesamtumsätzen bei. Neben dem Deal mit CA Technologies, welcher die weltweite Sichtbarkeit der USU Software AG erhöhen dürfte, verfügt die Gesellschaft mit ihren ausländischen Tochtergesellschaften über Strukturen, um auch weiter in diesem Bereich überproportional zulegen zu können.

Umsatzprognosen - Anorganisches und organisches Erlöswachstum erwartet

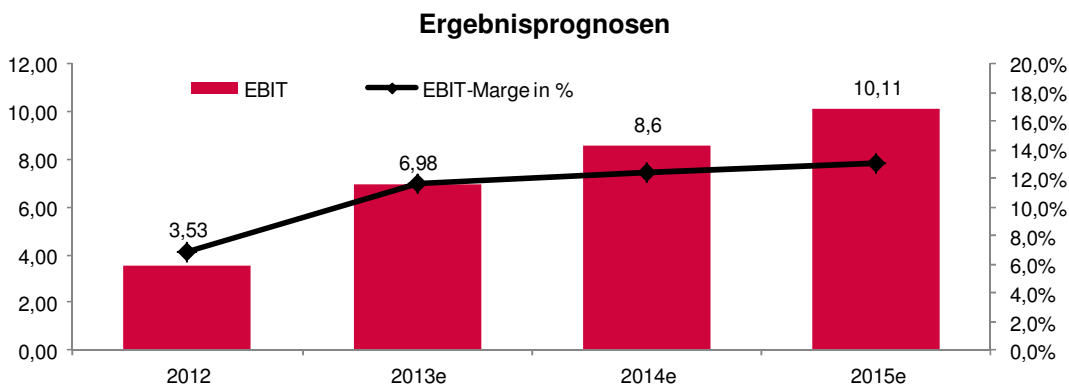
Wir haben sowohl die strategische Ausrichtung der USU Software AG berücksichtigt als auch die ersten Umsatzerlöse aus der Partnerschaft mit CA Technologies und aus der neuen Tochtergesellschaft BIG Social Media GmbH in unseren Umsatzprognosen eingeplant. Unter Einbezug dieser Faktoren rechnen wir für das laufende Geschäftsjahr 2013 mit einem Umsatzanstieg auf 59,94 Mio. €. Damit entsprechen wir den Unternehmensplanungen, wonach Umsätze in Höhe von mindestens 58,00 Mio. € in Aussicht gestellt werden. Zugleich erwarten wir gemäß Unternehmenskommunikation, dass insbesondere das zweite Halbjahr, nach einem schwächeren Start des ersten Halbjahres, zum Umsatzwachstum beitragen sollte. Ferner hat die USU Software AG eine Mittelfristplanung ausformuliert. Gemäß dieser soll die 100 Mio. €-Marke innerhalb der nächsten fünf Jahre überschritten werden. Mit unserem geplanten Umsatzwachstum auf 68,94 Mio. € (2014e), respektive auf 76,94 Mio. € (2015e) berücksichtigen wir die mittelfristige Planung der Gesellschaft, wenngleich wir damit eine konservativere Umsatzerwartung abgeben.



Quelle: GBC AG

Ergebnisprognosen - EBIT-Marge sollte im zweitstelligen Bereich liegen

Unsere Ergebnisprognosen berücksichtigen den Umstand, wonach das Unternehmenswachstum primär aus dem margenstarken Produktsegment stammen sollte. Dementsprechend rechnen wir mit einer überproportionalen Ergebnisentwicklung und somit mit einem Anstieg der Ergebnismargen. Zugleich berücksichtigen wir weitere akquisitorische Einflüsse, wie etwa eine Zunahme der Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte. Insgesamt aber dürften sich die Ergebnisbelastungen in Grenzen halten, so dass wir EBIT-Margenniveaus von über 10,0 % als sehr realistisch erachten:



Quelle: GBC AG

Die Kaufpreiskomponenten für den Erwerb der BIG Social Media GmbH haben wir in unserem DCF-Modell durch einen entsprechenden Anstieg des operativen Anlagevermögens ausreichend berücksichtigt. Der Kaufpreis für 51 % der Anteile an der BIG (erfolgt im GJ 2013) beläuft sich erwartungsgemäß auf 4,42 Mio. €. Die finale Kaufpreiszahlung für die restlichen 49 % der Anteile (erfolgt im GJ 2015) liegt erwartungsgemäß zwischen 2,21 Mio. € und 6,94 Mio. €, wobei ein Gesamtbetrag von 10,20 Mio. € nicht überschritten werden darf.

Bewertung

DCF-Bewertung

Modellannahmen

Die USU Software AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2013, 2014 und 2015 in Phase 1, erfolgt von 2016 bis 2020 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 2,0 %. Als Ziel EBITDA-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 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 2012 entspricht als **Kursziel 10,60 €**. Damit haben wir das bisherige Kursziel von 8,50 € nach oben hin angepasst. Diese Anpassung erfolgt dabei hauptsächlich aufgrund der Hereinnahme eines dritten konkreten Schätzzjahres (2015e), wodurch sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig eine höhere Basis für die Stetigkeitsphase des DCF-Modells gegeben ist. Die erstmalige konkrete Planung von drei Schätzperioden ist dabei besonders vor dem Hintergrund des anhaltend starken geplanten Unternehmenswachstums, welches mit nur zwei Schätzperioden nicht aussagekräftig dargestellt werden kann, notwendig geworden.

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	2,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,0%
EBITDA-Marge	16,0%	ewige EBITA - Marge	14,0%
AFA zu operativen Anlagevermögen	4,0%	effektive Steuerquote im Endwert	29,8%
Working Capital zu Umsatz	4,9%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in TEUR	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	GJ 2019e	GJ 2020e	
Umsatz (US)	59,94	68,94	76,94	78,48	80,05	81,65	83,28	84,95	
<i>US Veränderung</i>	17,0%	15,0%	11,6%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<i>US zu operativen Anlagevermögen</i>	1,39	1,65	1,67	1,74	1,82	1,88	1,94	2,00	
EBITDA	9,17	10,75	12,27	12,56	12,81	13,06	13,32	13,59	
<i>EBITDA-Marge</i>	15,3%	15,6%	15,9%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	
EBITA	6,98	8,60	10,11	10,71	11,00	11,30	11,58	11,87	
<i>EBITA-Marge</i>	11,6%	12,5%	13,1%	13,7%	13,7%	13,8%	13,9%	14,0%	14,0%
Steuern auf EBITA	-1,40	-1,72	-2,02	-2,14	-2,20	-2,26	-2,32	-2,37	
<i>zu EBITA</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	29,8%
EBI (NOPLAT)	5,58	6,88	8,08	8,57	8,80	9,04	9,27	9,50	
Kapitalrendite	14,3%	16,0%	18,5%	17,3%	18,0%	18,9%	19,5%	20,2%	18,2%
Working Capital (WC)	0,00	2,00	3,50	3,81	3,89	3,97	4,05	4,13	
<i>WC zu Umsatz</i>	0,0%	2,9%	4,5%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,92	-2,00	-1,50	-0,31	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	43,04	41,69	46,11	45,06	44,00	43,50	43,00	42,50	
<i>AFA auf OAV</i>	-2,19	-2,15	-2,16	-1,84	-1,80	-1,76	-1,74	-1,72	
<i>AFA zu OAV</i>	5,1%	5,2%	4,7%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
<i>Investitionen in OAV</i>	-5,22	-0,80	-6,58	-0,80	-0,74	-1,26	-1,24	-1,22	
Investiertes Kapital	43,04	43,69	49,61	48,87	47,89	47,47	47,05	46,63	
EBITDA	9,17	10,75	12,27	12,56	12,81	13,06	13,32	13,59	
Steuern auf EBITA	-1,40	-1,72	-2,02	-2,14	-2,20	-2,26	-2,32	-2,37	
Investitionen gesamt	-6,14	-2,80	-8,08	-1,11	-0,82	-1,34	-1,32	-1,30	
<i>Investitionen in OAV</i>	-5,22	-0,80	-6,58	-0,80	-0,74	-1,26	-1,24	-1,22	
<i>Investitionen in WC</i>	-0,92	-2,00	-1,50	-0,31	-0,08	-0,08	-0,08	-0,08	
<i>Investitionen in Goodwill</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	1,63	6,23	2,17	9,30	9,79	9,47	9,69	9,92	109,49

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	99,36	101,99
<i>Barwert expliziter FCFs</i>	39,14	36,39
<i>Barwert des Continuing Value</i>	60,23	65,60
Nettoschulden (Net debt)	-12,23	-15,91
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	111,59	117,90
Fremde Gewinnanteile	-0,01	-0,01
Wert des Aktienkapitals	111,58	117,89
Ausstehende Aktien in Tsd.	10,524	10,524
Fairer Wert der Aktie in EUR	10,60	11,20

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	0,0%
<i>Zielgewichtung</i>	0,0%
Taxshield	0,0%

WACC **8,9%**

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

WACC					
Kapitalrendite	6,9%	7,9%	8,9%	9,9%	10,9%
14,2%	11,79	10,26	9,19	8,41	7,82
16,2%	12,92	11,14	9,90	8,99	8,31
18,2%	14,05	12,02	10,60	9,57	8,79
20,2%	15,18	12,90	11,31	10,15	9,27
22,2%	16,31	13,77	12,01	10,73	9,75

Fazit

Unternehmen steuert weitere Rekorde an; Kursziel auf 10,60 € angehoben

Die USU Software AG hat im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 sehr überzeugende Geschäftszahlen präsentiert. Demnach konnte das Umsatzniveau mit 51,23 Mio. € erstmalig die 50,0 Mio. €-Marke überschreiten. Für diese Entwicklung zeichnete sich einerseits die im Geschäftsjahr 2010 erworbene Tochtergesellschaft Aspera GmbH (ca. 50 % Anteil am Umsatzwachstum) verantwortlich. Zwischenzeitlich ist der Spezialist für Lizenzmanagement zur wachstumsstärksten Tochtergesellschaft im USU-Konzernverbund avanciert. Darüber hinaus war die USU Software AG auch im abgelaufenen Geschäftsjahr 2012 in der Lage eine Reihe namhafter Neukunden, darunter Allianz, Commerzbank, Lufthansa, Thyssen-Krupp, Bundesagentur für Arbeit etc., für sich zu gewinnen. Flankierend hierzu steuerte das internationale Wachstum einen wichtigen Beitrag zum Rekordumsatzniveau. Bei einem Auslandsanteil der Umsätze in Höhe von 17,9 % (VJ: 11,9 %) beliefen sich diese auf 9,19 Mio. € (VJ: 5,41 Mio. €).

Das operative Ergebnis reichte mit einem EBIT von 3,53 Mio. € (VJ: 4,64 Mio. €) im Gegensatz zur Umsatzentwicklung nicht an das Vorjahresniveau heran. Allerdings spielten hier Sondereffekte im Zusammenhang mit der finalen Kaufpreiszahlung für die restlichen 49% an der Aspera GmbH eine wesentliche Rolle. Dieser Sondereffekt beläuft sich auf 1,86 Mio. €, so dass das bereinigte EBIT mit 5,39 Mio. € das Vorjahresniveau übertroffen hätte. Der negative operative Sondereffekt konnte jedoch durch einen steuerlichen Sondereffekt (Aktivierung latenter Steuern auf steuerliche Verlustvorträge) ausgeglichen werden, so dass das Nachsteuerergebnis von 4,83 Mio. € (VJ: 3,57 Mio. €) einen neuen historischen Rekordwert darstellt.

Wir gehen von einer Fortsetzung der positiven Unternehmensentwicklung aus. Analog zu den letzten Geschäftsjahren rechnen wir mit einer erfolgreichen Fortführung der Geschäftsstrategie, dessen Fokus auf das organische, anorganische und internationale Wachstum liegt. Besondere Wachstumstreiber sehen wir einerseits in der Partnerschaft mit CA Technologies, eines der weltweit größten Softwarehäuser. Im Rahmen dessen soll die Lizenzmanagement-Lösung der Aspera GmbH zusammen mit der CA-Produktsuite für Service Management weltweit vertrieben werden. Nennenswerte, daraus generierte Umsatzerlöse werden ab dem zweiten Quartal 2013 erwartet. Zudem unterstützt die jüngste Akquisition der BIG Social Media GmbH das anorganische Wachstum. Mit dieser Transaktion engagiert sich die USU Software AG auch im wirtschaftlich nutzbaren Social Media-Bereich, einem Bereich, welcher in den letzten Jahren sehr hohe Wachstumsraten aufgewiesen hat. Die zusätzlichen Umsatzpotenziale liegen im laufenden Geschäftsjahr 2013 nach unseren Erwartungen bei 4,50 Mio. €. Wir haben sowohl die Umsatz- als auch Ergebnispotenziale aus dieser Transaktion in unseren Prognosen berücksichtigt. Weitere Akquisitionen sehen wir, auch angesichts der sehr guten Liquiditätsausstattung der USU Software AG, als sehr wahrscheinlich an.

Die darauf aufbauenden von uns ausformulierten Umsatz- und Ergebnisprognosen verdeutlichen die Erwartung einer Fortsetzung der dynamischen Geschäftsentwicklung. Mit erwarteten Umsatzerlösen in Höhe von 59,94 Mio. € (2013e), 68,94 Mio. € (2014e) sowie 76,94 (2015e), sollte das zweistellige Umsatzwachstum beibehalten werden. Angesichts der Tatsache, dass ein wesentlicher Teil des Umsatzanstieges dem margaenstarken Produktbereich zugeordnet werden kann, dürfte die USU Software AG eine überdurchschnittliche Ergebnisentwicklung präsentieren. Vor diesem Hintergrund halten wir zweistellige EBIT-Margen als eine realistische Annahme.

Im Rahmen des DCF-Modells haben wir ein 2013er Kursziel von 10,60 € je Aktie ermittelt. Damit heben wir unser bisheriges Kursziel von 8,50 € je Aktie deutlich an. Aufgrund des sich daraus ergebenden deutlichen Kurspotenzials bestätigen wir daher das Rating KAUFEN und sehen die USU Software AG weiterhin als attraktives Investment an.

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. Aktiensplitts, 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 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.**

§ 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



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