

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Company Flash

USU Software

Results Review: Kursziel auf 13,50 EUR angehoben

UNTERNEHMEN



RATING

HALTEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

13,5 EUR (12,5 EUR)

HIGHLIGHTS

- Lizenzgeschäft gewinnt kräftig an Dynamik
- Ausland wird zum Wachstumstreiber
- Kursziel auf 13,50 EUR angehoben, Halten-Rating bestätigt

Q2/14 erfüllt hohe Erwartungen: USU konnte im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres unsere Erwartungen gut erfüllen. Positiv überrascht hat die sehr dynamische Entwicklung der Lizenzumsätze sowie des Auslandsgeschäfts. Der Konzernumsatz verbesserte sich um 16 %, wobei die Lizenzerlöse mit einem Plus von 47 % den Wachstumsmotor darstellten. Regional betrachtet war USU insbesondere im Ausland erfolgreich, wo der Umsatz mit 4 Mio. EUR mehr als doppelt so hoch ausfiel als im Vorjahr (1,5 Mio. EUR). Der starke Zuwachs im Lizenzgeschäft spiegelt sich in klar über dem Vorjahr liegenden Ergebnismargen wider.

Guidance bestätigt: Der Vorstand bestätigte den Ausblick für das laufende Geschäftsjahr (Umsatz: 63 Mio. bis 65 Mio. EUR, bereinigtes EBIT: 8 Mio. bis 8,5 Mio. EUR) ebenso wie die Erwartungen für 2017 (Umsatz von mehr als 100 Mio. EUR bei einer bereinigten EBIT-Marge von mehr als 15 %).

Kursziel auf 13,50 EUR angehoben: Aufgrund der Erfolge von USU bei dem Vertrieb der Software halten wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für die nächsten beiden Geschäftsjahre für etwas zu vorsichtig. Unsere aktualisierte Prognose für das bereinigte EPS liegt 4 % (2015e) bzw. 11 % (2016e) über unserer bisherigen Schätzung. Diese Anpassung wiederum führt gemäß unseres DCF-Modells zu einem neuen fairen Wert der Aktie von 13,77 EUR. Wir heben daher unser Kursziel von 12,50 auf 13,50 EUR an und bestätigen unser Halten-Rating.

in Mio. EUR	Q2/2014	LBBW E	Konsens	6M/2014	LBBW E	Konsens
Umsatz	14,3	14,5	n.a.	27,6	27,8	n.a.
EBIT bereinigt	1,5	1,4	n.a.	2,0	1,9	n.a.
Nettoerg. (ber.)	1,4	1,3	n.a.	1,7	1,6	n.a.
EPS (ber., in EUR)	0,14	0,13	n.a.	0,17	0,16	n.a.

Quelle: USU, LBBW Research

+++ Reuters: OSPGk +++ Bloomberg: OSP2 GY +++

Aktueller Kurs (XETRA; 26.08.14; 10:07 h)..... 13,13 EUR
 SCHLUSSKURS (25.08.2014):..... 13,05 EUR
 ERWARTETE PERFORMANCE:..... 3,4%
 MARKTKAPITALISIERUNG:..... 137,34 Mio. EUR
 UNTERNEHMENSWERT:..... 127,09 Mio. EUR
 ANZAHL AKTIEN:..... 10,52 Mio.
 STREUBESITZ:..... 90,0%
 INDEX (GEWICHTUNG):..... CDAX (0,01 %)
 DURCH. HANDELSVOL.:..... 11.435
 ISIN / WKN:..... DE000A0BVU28 / A0BVU2
 SEKTOR:..... Software

KENNZAHLEN (31.12.)	2014E	2015E	2016E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR			
Umsatz	65,0	71,5	78,5
EBITDA	9,3	10,8	12,3
EBIT bereinigt	8,5	9,9	11,3
Nettoergebnis (adj.)	6,7	7,9	9,3
Freier Cash-flow	6,9	8,1	9,4
FCF Rendite	5,0 %	5,9 %	5,9 %
EPS bereinigt	0,63	0,75	0,88
Dividende	0,32	0,35	0,37
EV / Umsatz	2,0	1,8	1,8
EV / EBITDA	13,7	11,8	12,0
EV / EBIT bereinigt	15,0	12,9	13,0
KBV bereinigt	20,6	17,4	17,2
KBV	2,46	2,33	2,29
Dividendenrendite	2,5 %	2,7 %	2,7 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: USU, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

21.11.14 Quartalsbericht

Thomas Hofmann, CEFA
 Investmentanalyst
 +49 711 127-42775
 Thomas.Hofmann@LBBW.de

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

USU Software

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

GuV	2014E			2015E			2016E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Umsatz	65,0	65,0	0,0%	70,0	71,5	2,1%	75,0	78,5	4,7%
EBITDA	9,1	9,3	2,2%	10,2	10,8	5,9%	11,1	12,3	10,8%
EBIT	6,9	6,9	0,0%	8,0	8,3	3,8%	8,8	9,8	11,4%
EBIT bereinigt	8,3	8,5	2,4%	9,4	9,9	5,3%	10,2	11,3	10,8%
Nettoergebnis	5,4	5,3	-1,9%	6,3	6,5	3,2%	7,1	7,8	9,9%
Nettoergebnis (adj.)	6,7	6,7	0,0%	7,6	7,9	3,9%	8,3	9,3	12,0%
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Gewinn je Aktie (basic)	0,52	0,50	-3,8%	0,60	0,62	3,3%	0,67	0,74	10,4%
EPS bereinigt	0,63	0,63	0,0%	0,72	0,75	4,2%	0,79	0,88	11,4%
Dividende	0,32	0,32	0,0%	0,35	0,35	0,0%	0,37	0,37	0,0%

Quelle: USU, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von USU Software (Mio. EUR)

Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Umsatz	38,0	45,6	51,2	55,7	65,0	71,5	78,5
EBITDA	4,6	6,7	5,3	5,5	9,3	10,8	12,3
EBIT	2,6	4,6	3,5	3,4	6,9	8,3	9,8
EBIT bereinigt	4,4	6,5	7,1	5,1	8,5	9,9	11,3
Nettoergebnis	2,3	3,6	4,8	3,7	5,3	6,5	7,8
Nettoergebnis (adj.)	3,9	5,3	7,2	5,2	6,7	7,9	9,3
EPS bereinigt	0,38	0,51	0,69	0,49	0,63	0,75	0,88
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		19,9 %	12,4 %	8,8 %	16,7 %	10,0 %	9,8 %
Bruttoergebnis		19,6 %	9,0 %	14,0 %	17,8 %	10,6 %	9,9 %
EBITDA		45,2 %	-21,4 %	4,3 %	69,4 %	15,6 %	14,4 %
EBIT bereinigt		49,0 %	8,3 %	-28,1 %	67,2 %	15,9 %	14,7 %
Nettoergebnis (adj.)		37,2 %	35,7 %	-28,1 %	28,7 %	18,3 %	17,8 %
EPS bereinigt		34,2 %	35,3 %	-29,0 %	28,6 %	19,0 %	17,3 %
Gewinn je Aktie (basic)		47,8 %	35,3 %	-23,9 %	42,9 %	24,0 %	19,4 %
Umsatzmargen							
EBITDA		12,1 %	14,7 %	10,3 %	14,3 %	15,0 %	15,7 %
EBIT bereinigt		11,5 %	14,3 %	13,8 %	9,1 %	13,1 %	14,4 %
Nettoergebnis		6,2 %	7,8 %	9,4 %	6,6 %	8,1 %	9,1 %
Nettoergebnis (adj.)		10,2 %	11,7 %	14,1 %	9,3 %	11,1 %	11,9 %
Bilanz (Mio. EUR)							
Geschäfts- oder Firmenwert	32,9	32,4	32,4	34,6	34,6	34,6	34,6
Sachanlagen	0,9	1,0	1,2	2,1	1,8	1,5	1,2
Net Working Capital	1,9	-8,6	-1,5	-6,0	-6,5	-6,8	-7,2
Liquide Mittel	10,6	17,1	11,4	14,2	15,6	20,3	26,0
Eigenkapital	48,5	49,9	52,3	53,2	55,9	59,0	63,1
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-11,1	-17,6	-11,4	-11,3	-15,6	-20,3	-26,0
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	2,3	3,6	4,8	3,7	5,3	6,5	7,8
Abschreibungen	2,0	2,1	1,7	2,1	2,4	2,5	2,5
Veränderung Working Capital	-1,5	10,5	-7,1	4,8	0,5	0,4	0,4
Operativer Cash-flow	2,4	9,4	5,6	9,9	8,2	9,3	10,7
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,6	-0,6	-0,7	-1,4	-0,8	-0,8	-0,8
Freier Cash-flow	-3,1	8,6	4,8	8,1	6,9	8,1	9,4
Dividendenzahlung	-1,5	-2,1	-2,1	-2,6	-2,6	-3,4	-3,7
Veränderung in den liquiden Mitteln	0,1	6,6	-5,7	2,8	1,4	4,7	5,7
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,1	0,7	1,3	1,6	2,0	1,8	1,8
EV / EBITDA	8,7	4,6	12,2	15,8	13,7	11,8	12,0
EV / EBIT bereinigt	9,1	4,7	9,1	17,0	15,0	12,9	13,0
KGV bereinigt	13,0	9,0	10,3	18,7	20,6	17,4	17,2
KBV	1,0	1,0	1,4	1,8	2,5	2,3	2,3
Eigenkapitalrendite	4,8 %	7,1 %	9,2 %	6,8 %	9,4 %	11,0 %	12,4 %
Dividendenrendite	4,1 %	4,4 %	3,5 %	2,7 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %
FCF Rendite	-6,0 %	18,0 %	6,4 %	8,4 %	5,0 %	5,9 %	5,9 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-2,4	-2,6	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-2,1
Verschuldungsgrad	-22,8 %	-35,3 %	-21,8 %	-21,3 %	-27,9 %	-34,4 %	-41,1 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	12,1	11,0	10,2	5,3	15,3	20,8	28,0

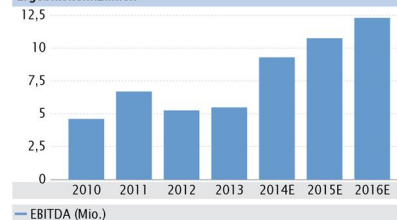
Quelle: USU, LBBW Research

GUIDANCE - USU

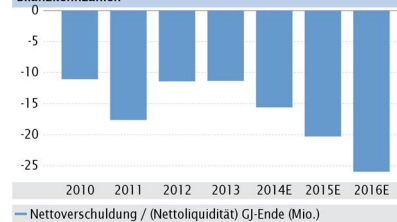
USU rechnet für 2014 mit einem Umsatz von 63 Mio. bis 65 Mio. EUR und einem bereinigten EBIT von 8,0 Mio. bis 8,5 Mio. EUR, was einer EBIT Marge in einer Spanne von 12,7 bis 13,1 % entspricht.

Bis 2017 strebt das Management ein Überschreiten der 100-Mio.-EUR-Marke beim Umsatz sowie eine operative Marge von mehr als 15 % an.

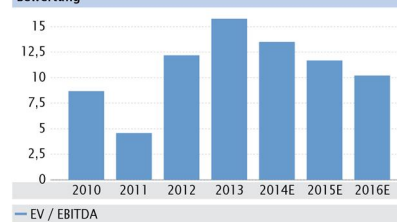
Ergebniskennzahlen



Bilanzkennzahlen



Bewertung



Quelle: USU, LBBW Research

RESEARCH TEAM

Stefan Borscheid, CFA, Investmentanalyst
+49 711 127-76791, stefan.borscheid@lbbw.de

Thomas Hofmann, CEFA, Investmentanalyst
+49 711 127-42775, thomas.hofmann@lbbw.de

Mirko Maier, Investmentanalyst
+49 711 127-73264, mirko.maier@lbbw.de

Ralph Szymczak, Investmentanalyst
+49 711 127-70558, ralph.szymczak@lbbw.de

Investment Case

Zusammenfassung

USU Software

Das grundsätzlich positive Umfeld für das Produktportfolio von USU sollte in Verbindung mit den guten Expertenratings ein über dem Branchenwachstum liegendes Wachstum ermöglichen. Zudem gelingt es durch die Partnerschaft mit CA Technologie und eigenen Aktivitäten zunehmend auch international, die PS auf die Straße zu bringen. Durch die Übernahme von B.I.G dehnte USU die Aktivitäten auf das ebenfalls wachstumsstarke Social Media Management aus. Wir haben auf Basis der aktualisierten Bewertungsfaktoren einen fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von EUR 13,77 EUR (bisher 12,56 EUR) ermittelt. Wir stufen die Aktie mit einem Kursziel von 13,50 EUR (12,50 EUR) trotz der sehr guten Performance unverändert mit Halten ein.

Earnings summary: Mit Vorlage des Halbjahresberichts untermauerte USU die Fähigkeit, die eigenen Zielgrößen für das laufende Geschäftsjahr aber auch auf Sicht der nächsten Jahre erreichen zu können. Auf Basis des Produktportfolios von USU, der akquirierten Aktivitäten und der Partnerschaft mit CA ist der Ausbau der internationalen Aktivitäten der wesentliche Wachstumstreiber. Dies dürfte unseres Erachtens bis zum Ende unseres Detailplanungshorizonts (2016) nahezu eine Verdopplung des bereinigten Ergebnisses je Aktie gegenüber dem Wert aus 2013 (0,49 EUR) ermöglichen.

Valuation summary: Die überraschend dynamische Entwicklung der Lizenzerlöse, die zum einen die höchsten Margen aufweist und zum anderen Folgegeschäft nach sich zieht, hat uns dazu veranlasst, unsere EPS-Schätzungen für 2015 und 2016 anzuheben. Auf Basis dieser aktualisierten Prognosen ergibt sich gemäß unseres DCF-Modells ein fairer Wert der USU-Aktie in Höhe von 13,77 EUR. Damit stufen wir die Aktie mit einem Kursziel von 13,50 EUR (bisher 12,50 EUR) trotz der sehr guten Performance der letzten Monate unverändert mit Halten ein.

Risiken für unseren Investment Case: Auch wenn das Produktportfolio von USU grundsätzlich für eine weniger starke Abhängigkeit von der allgemeinen konjunkturellen Entwicklung spricht, könnte eine Eskalation der gegenwärtigen geopolitischen Risiken u. E. auch die Nachfrage nach USU-Produkten temporär signifikant beeinträchtigen. Aktuell halten wir ein solches Szenario allerdings für wenig wahrscheinlich.

Unternehmensprofil

USU entwickelt Applikationen zur Erfassung von IT-Infrastrukturen hinsichtlich deren Leistungsfähigkeit, Ausbreitung und Aufwand. Des Weiteren bietet USU mit dem KnowledgeCenter wissensbasierte Datenbanklösungen an, die z.B. bei dem Projekt D115 zum Einsatz kommen. Das Produktportfolio wird durch flankierende Serviceleistungen abgerundet. 2013 erzielte USU einen Umsatz von 55,7 Mio. EUR, wovon etwa 85 % in Deutschland erzielt wurden. Die Bilanz ist gekennzeichnet durch eine hohe Eigenkapitalquote, das Fehlen von Bankverbindlichkeiten sowie einer hohen Nettoliquidität. Mit über 50 % ist der Gründer, Udo Strehl, Mehrheitseigentümer der Gesellschaft.

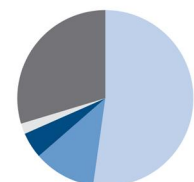
PROS

- ++ Hoch angesehene Softwareapplikationen
- + BSM steigert IT-Effizienz
- + Solide Bilanzrelationen
- + Auslandsexpansion gewinnt an Fahrt

CONS

- Geringe Free float-Marktkapitalisierung
- Internationale Vertriebskraft noch ausbaufähig

Aktionärsstruktur



Quelle: LBBW Research

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Kernthemen

USU Software

Lizenzumsatz als Wachstumstreiber in Q2/14

USU konnte den Umsatz im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres um 16 % auf 14,3 Mio. EUR steigern. Dazu hat maßgeblich die Tochtergesellschaft Aspera beigetragen, die in den USA zunehmend auf positive Resonanz stößt. Demzufolge stiegen die Lizenzerlöse um 47 % und das Auslandsgeschäft legte sogar um 176 % zu. Per 30.06. machten die außerhalb Deutschlands generierten Umsätze etwa 25 % der Konzern Erlöse aus. Im Vorjahr betrug der Anteil lediglich 14 %. USU gelang es somit erneut, die Produkte auch erfolgreich im Ausland zu platzieren. Angesichts des Auftragsbestandes von 27 Mio. EUR (+15,5 % yoy) ist auch für das zweite Halbjahr Optimismus angebracht.

Ergebnismargen legen kräftig zu

Die dynamische Entwicklung des hochmargigen Lizenzgeschäfts in Q2/14 führte in der GuV zu einer signifikanten Steigerung der Ergebnismargen gegenüber dem Vorjahresquartal. So verbesserte sich die Rohertragsmarge von 47,4 % auf 52,1 %. Bereinigt um akquisitionsbedingte Sondereffekte betrug die EBIT-Marge 10,6 % nach lediglich 1,6 % im Vorjahr und auch das (bereinigte) Nettoergebnis stieg klar überproportional zum Umsatz von 0,03 Mio. EUR im Vorjahr auf 1,4 Mio. EUR an. Dies schlug sich auch in der ohnehin schon komfortablen Liquiditätslage nieder. Gegenüber dem Vorjahr stiegen die flüssigen Mittel und kurzfristigen Kapitalanlagen um 1,4 Mio. EUR auf 14,3 Mio. an. Wie üblich stehen diesen Positionen keine Bankverbindlichkeiten gegenüber.

Eckdaten H1-2014

(Mio. EUR)	2014	2013	Δ YoY
Umsatzerlöse	27,61	24,64	12,0%
dv. Lizenzen	4,14	3,18	30,1%
dv. Wartung	6,37	6,13	3,9%
dv. Beratung	16,57	14,53	14,1%
dv. Ausland	6,78	3,19	112,4%
EBIT (bereinigt)	1,98	0,24	733,6%
EBIT-Marge (bereinigt)	7,2%	1,0%	
Nettoergebnis (bereinigt)	1,73	-0,04	n.a.
Nettomarge (bereinigt)	6,3%	-0,2%	
Ergebnis je Aktie (EUR)	0,16	0,00	n.a.

Quelle: USU Software AG, LBBW Research

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Gewinnperspektiven etwas optimistischer

Angesichts der anhaltenden Erfolge von USU bei der Neukundengewinnung im Ausland gehen wir davon aus, dass unsere Prognosen für die nächsten beiden Geschäftsjahre insbesondere hinsichtlich der Entwicklung der Lizenzerlöse etwas zu vorsichtig waren. Wir haben daher unsere Umsatzschätzung jeweils leicht angehoben. Da der Lizenzumsatz die höchsten Margen aufweist, haben wir auch unsere erwarteten Ergebnismargen etwas angehoben, was zu einem deutlicheren Anstieg bei den prognostizierten Ergebnissen führt.

Im einzelnen gehen wir nunmehr davon aus, dass USU 2015 die bereinigte EBIT-Marge um 0,7 %-Punkte auf 13,8 % (bisher 13,4 %) steigern kann und 2016 mit 14,4 % (bisher 13,6 %) der avisierten Zielmarge für 2017 (> 15 %) schon relativ nahe kommt. Absolut liegt somit das von uns für 2015 (2016) erwartete bereinigte EBIT bei 9,85 Mio. EUR (11,3 Mio. EUR), während wir bisher 9,4 Mio. EUR (10,2 Mio. EUR) erwartet hatten. Per saldo liegt unsere Schätzung für das bereinigte Ergebnis je Aktie somit bei 0,75 EUR für 2015 (bisher 0,72 EUR) und bei 0,88 EUR für 2016 (bisher 0,79 EUR).

Prognosen für 2015 und 2016 (Eckdaten)

Mio. EUR	2015e		2016e	
	neu	bisher	neu	bisher
Umsatz	71,5	70,0	78,5	75,0
Δ YoY	10,0%	7,7%	10,5%	7,1%
EBIT (bereinigt)	9,9	9,4	11,3	10,2
Marge	13,8%	13,4%	14,4%	13,6%
Net profit (berein.)	7,9	7,6	9,3	8,3
Marge	11,0%	10,9%	11,8%	11,1%
EPS (ber., EUR)	0,75	0,72	0,88	0,79
DPS (EUR)	0,35	0,35	0,37	0,37

Quelle: LBBW Research

Bewertung

Berechnung Fairer Wert

USU Software

Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir mittels unseres Discounted Cashflow-Modells einen fairen Wert der USU-Aktie von 13,77 EUR (bisher 12,56 EUR) ermittelt. Ursächlich für den Anstieg sind insbesondere die angehobenen Gewinnprognosen, während die sonstigen Einflussfaktoren (WACC, mittel- und langfristige Annahmen) weitgehend unverändert blieben. Wir heben daher unser Kursziel für die USU-Aktie von bisher 12,50 auf 13,50 EUR an. Somit stufen wir die Aktie trotz der hervorragenden Performance unverändert mit Halten ein.

Unser dreistufiges DCF-Modell, das wir für USU verwenden, ist wie folgt aufgebaut: Die 1. Stufe verwendet unsere detaillierten kurzfristigen Schätzungen für das Unternehmen für das laufende sowie die beiden nächsten Geschäftsjahre. Die 2. Stufe ist die Übergangsphase, in der wir diese Schätzungen den langfristigen Annahmen sukzessive annähern. In der 3. Stufe sind unsere langfristigen Schätzungen erreicht (Steady State) und der Free Cashflow wächst (bzw. fällt) mit dem erwarteten langfristigen Prozentsatz. Hier berechnen wir den Terminal Value. Für USU errechnen wir auf Basis einer WACC von 9,3 % (bisher 9,1 %) einen DCF-Wert von 13,77 EUR (bisher 12,56 EUR).

Wir heben daher unser Kursziel von bisher 12,50 auf 13,50 EUR an und bestätigen trotz der beeindruckenden Performance der Aktie unser Halten-Rating. Da wir in den nächsten Monaten mit einem anhaltend positiven Newsflow rechnen, sollten Kursschwächen -- die aufgrund der Marktmenge des Titels immer wieder einmal auftreten können - konsequent zum Positionsauf- bzw. -ausbau genutzt werden.

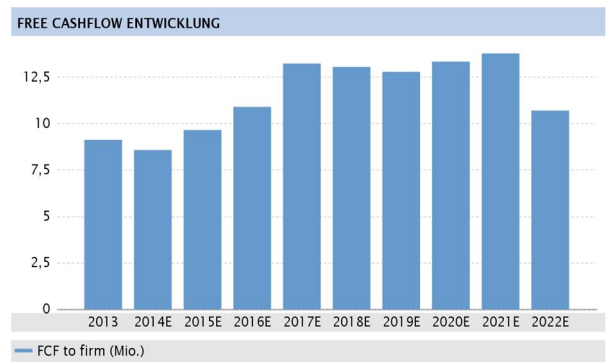
Bewertung DCF-Modell

USU Software

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	1,1 %	Steady State Jahr	2022
Risikoprämie	6,3 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	1,3	EBIT-Marge	15,0 %
Eigenkapitalkosten	9,3 %	Abschreibungsquote	1,5 %
Fremdkapitalkosten	6,3 %	Investitionsquote	2,0 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	-10,0 %
WACC (in %)	9,3 %	CAGR Umsatz 2013 bis 2022	7,4 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Umsatz	55,7	65,0	71,5	78,5	84,8	90,7	96,2	101,0	105,0	106,1
Wachstum yoy		16,7 %	10,0 %	9,8 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	3,4	8,5	9,9	11,3	13,6	15,9	16,8	17,7	18,4	15,9
EBIT-Marge	6,1 %	13,1 %	13,8 %	14,4 %	16,0 %	17,5 %	17,5 %	17,5 %	17,5 %	15,0 %
- Steuern auf das EBIT	-0,9	1,6	1,7	1,9	2,9	3,4	3,6	3,8	4,0	4,8
Steuerquote	-27,0 %	18,3 %	17,7 %	17,2 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	30,0 %
= NOPAT	4,3	6,9	8,1	9,4	10,6	12,5	13,2	13,9	14,4	11,1
+ Abschreibungen	2,1	2,4	2,5	2,5	3,0	2,7	2,4	2,0	1,6	1,6
Abschreibungsquote	3,7 %	3,7 %	3,4 %	3,2 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	1,5 %	1,5 %
- Investitionen (CAPEX)	1,8	1,3	1,3	1,3	1,7	2,7	3,4	3,0	2,6	2,1
in % vom Umsatz	3,1 %	1,9 %	1,7 %	1,7 %	2,0 %	3,0 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
NWC	-6,0	-6,5	-6,8	-7,2	-8,5	-9,1	-9,6	-10,1	-10,5	-10,6
in % vom Umsatz	-10,7 %	-9,9 %	-9,5 %	-9,1 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %
delta NWC		-0,5	-0,4	-0,4	-1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4	-0,1
Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
FCF to firm	9,1	8,6	9,7	10,9	13,2	13,1	12,8	13,3	13,8	10,7
in % vom Umsatz	16,4 %	13,2 %	13,5 %	13,9 %	15,6 %	14,4 %	13,3 %	13,2 %	13,1 %	10,1 %
Discounted free cashflow	n.a.	8,3	8,6	8,8	9,8	8,9	8,0	7,6	7,2	5,1

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	67,1
+ Barwert Terminal Value	67,5
= Enterprise Value	134,7
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	50,1 %
- Nettofinanzverschuldung	-11,3
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	1,1
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,1
= Marktkapitalisierung	144,9
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,52
= Wert je Aktie (EUR)	13,77



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

USU Software

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2012	2013	2014e	2015e	2016e	CAGR 12-16E
Umsatz	51,2	55,7	65,0	71,5	78,5	
Wachstum yoy		8,8 %	16,7 %	10,0 %	9,8 %	11,26 %
Herstellungskosten	-26,0	-26,9	-31,1	-34,0	-37,3	
Bruttoergebnis	25,2	28,8	33,9	37,5	41,2	
Marge	49,3 %	51,7 %	52,2 %	52,4 %	52,5 %	
Vertriebskosten	-6,9	-9,1	-9,6	-10,5	-11,3	
Verwaltungskosten	-4,6	-5,9	-6,4	-6,9	-7,4	
Forschungs-/Entwicklungskosten	-7,2	-9,4	-9,7	-10,5	-11,4	
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,3	-1,6	-1,9	-1,9	-1,9	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung	5,3	5,5	9,3	10,8	12,3	
Marge	10,3 %	9,9 %	14,3 %	15,0 %	15,7 %	
Sachanlagenabschreibungen / Imm.	-0,6	-0,6	-1,0	-1,1	-1,1	
Impairments	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen	-1,7	-2,1	-2,4	-2,5	-2,5	
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	3,5	3,4	6,9	8,3	9,8	
Marge	6,9 %	6,1 %	10,6 %	11,6 %	12,5 %	
EBIT bereinigt	7,1	5,1	8,5	9,9	11,3	
Marge	13,8 %	9,1 %	13,1 %	13,8 %	14,4 %	
Zinserträge	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	
Zinsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vorsteuerergebnis (EBT)	3,4	2,9	6,5	7,9	9,5	
Marge	6,7 %	5,2 %	9,9 %	11,0 %	12,0 %	
Ertragsteuern	1,4	0,8	-1,2	-1,4	-1,6	
Ertragsteuersatz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Nettoergebnis	4,8	3,7	5,3	6,5	7,8	
Marge	9,4 %	6,6 %	8,1 %	9,1 %	10,0 %	
Nettoergebnis bereinigt um ao. Posten	7,2	5,2	6,7	7,9	9,3	
Marge	14,1 %	9,3 %	10,3 %	11,1 %	11,9 %	
Gewinn je Aktie (basic)	0,46	0,35	0,50	0,62	0,74	
EPS bereinigt	0,69	0,49	0,63	0,75	0,88	
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,32	0,35	0,37	

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

USU Software

BILANZ (Mio. EUR)	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Summe Aktiva	66,7	81,4	82,0	86,1	91,3
Sachanlagen	1,2	2,1	1,8	1,5	1,2
Geschäfts- oder Firmenwert	32,4	34,6	34,6	34,6	34,6
Übrige immaterielle Vermögenswerte	5,6	8,2	7,3	6,4	5,5
Aktive latente Steuern	3,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Sonstige Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges Anlagevermögen	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Anlagevermögen	43,2	49,6	48,4	47,2	46,0
Vorräte	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0
Forderungen aus Lief. und Leist. und sonst. Vermögensgegen.	9,8	14,8	15,0	15,5	16,0
Sonstiges kurzfristiges Anlagevermögen	1,0	1,5	1,6	1,6	1,7
Kurzfristige Steuerforderungen	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Liquide Mittel	11,4	14,2	15,6	20,3	26,0
Umlaufvermögen	23,5	31,8	33,6	38,9	45,2
Summe Passiva	66,7	81,4	82,0	86,1	91,3
Grundkapital	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Kapitalrücklagen	53,3	53,3	53,3	53,3	53,3
Gewinnrücklagen	-11,5	-10,5	-7,9	-4,7	-0,6
Eigenkapital	52,3	53,2	55,9	59,0	63,1
Langfristige Pensionsrückstellungen	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passive latente Steuern	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Langfristige Verbindlichkeiten	1,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Verbindlichkeiten aus Lief. und Leist. und sonst. Verbindlich.	4,2	13,0	13,5	14,0	14,5
Kurzfristige Rückstellungen	6,4	6,8	6,8	6,8	6,8
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2,4	3,2	3,5	4,0	4,5
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurzfristige Verbindlichkeiten	13,4	26,2	24,1	25,1	26,1

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

USU Software

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Ergebnis nach Steuern (EAT)	4,8	3,6	5,3	6,5	7,8
Abschreibungen	1,7	2,1	2,4	2,5	2,5
Veränderungen der langfristigen Rückstellungen	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Veränderung Working Capital	-7,1	4,8	0,5	0,4	0,4
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	5,6	-0,8	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	5,6	9,9	8,2	9,3	10,7
Wachstum yoy		76,3 %	-17,3 %	14,1 %	14,7 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-0,8	-1,8	-1,3	-1,3	-1,3
Abgänge/Desinvestitionen	0,1	0,8	0,0	0,0	0,0
Sonstige Veränderungen invest. Cash-flow	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-0,2	-4,3	-1,3	-1,3	-1,3
Wachstum yoy		n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mittelabfluss/-zufluss aus Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendenzahlung	-2,1	-2,6	-2,6	-3,4	-3,7
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	-9,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-11,1	-2,6	-5,5	-3,4	-3,7
Wachstum yoy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Veränderung in den liquiden Mitteln	-5,7	2,8	1,4	4,7	5,7
Liquide Mittel am Periodenbeginn	17,1	11,4	14,2	15,6	20,3
Liquide Mittel am Periodenende	11,4	14,2	15,6	20,3	26,0
Freier Cash-flow	4,8	8,1	6,9	8,1	9,4
Cash Flow pro Aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang-1

1/2

Die LBBW unterliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

LBBW Research Rating-Systematik (absolutes Aktienrating-System)

Aktienrating-Definitionen:

Kaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Kauf der Aktie.
Verkaufen:	Bezogen auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten empfehlen wir Investoren den Verkauf der Aktie.
Halten:	Wir haben eine neutrale Einstufung der Aktie und empfehlen auf Sicht von bis zu 12 Monaten weder den Kauf noch den Verkauf der Aktie.
Unter Beobachtung:	Das Rating wird derzeit von uns überarbeitet.
Ausgesetzt:	Eine Beurteilung des Unternehmens ist momentan nicht möglich.

Prozentuale Verteilung aller aktuellen Aktienratings der LBBW

Kaufen:	35,9%
Verkaufen:	6,0%
Halten:	56,8%
Unter Beobachtung:	0,9%
Ausgesetzt:	0,4%

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater. Die LBBW hat Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen soweit wie möglich zu vermeiden oder angemessen zu behandeln. Dabei handelt es sich insbesondere um:

- institutsinterne Informationsschranken, die Mitarbeitern, die Finanzanalysen erstellen, den Zugang zu Informationen versperren, die im Verhältnis zu den betreffenden Emittenten Interessenkonflikte der LBBW begründen können,
- das Verbot des Eigenhandels in Papieren für die oder für deren Emittenten die betreffenden Mitarbeiter Finanzanalysen erstellen und
- die laufende Überwachung der Einhaltung gesetzlicher Pflichten durch Mitarbeiter der Compliance-Stelle.

Das Aktien-Research der Landesbank Baden-Württemberg teilt die Unternehmen des Beobachtungsuniversums in zwei Produkt- und Analysezyklen. Nähere Erklärungen finden Sie unter <https://www.lbbw-research.de/publicdisclaimer>. Aktuelle Angaben gemäß §5 Abs. 4 Nr. 3 FinAnV finden Sie unter <http://www.LBBW.de/finanzanalyseverordnung>.

Wir weisen darauf hin, dass die LBBW oder mit ihr verbundene Unternehmen

- die Gesellschaft am Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen
- eine Vereinbarung über das Erstellen von Finanzanalysen über den Emittenten oder dessen Finanzinstrumente getroffen haben

