

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

Company Flash

USU Software

Results Review: Kursziel auf 15,50 EUR angehoben

UNTERNEHMEN



RATING

HALTEN (UNVERÄNDERT)

KURSZIEL

15,5 EUR (13,5 EUR)

HIGHLIGHTS

- 2014 im Rahmen der reduzierten Erwartungen
- Ausblick wiederum von Optimismus geprägt
- Aktualisierte Prognosen führen zu neuem Kursziel von 15,50 EUR (bisher 13,50 EUR)
- Halten-Rating bestätigt

Mit einem Umsatz von 59 Mio. EUR und einem bereinigten EBIT von 7,3 Mio. EUR konnte USU die mit Vorlage der Q3 Zahlen reduzierte Guidance für 2014 gut erreichen. Im November hatte das Management die Umsatzerwartung von 63 bis 65 Mio. EUR auf noch knapp 60 Mio. EUR und das avisierte adjustierte EBIT von 8,0 bis 8,5 Mio. EUR auf 7,0 bis 7,5 Mio. EUR reduziert. Wir hatten in diesem Zusammenhang unsere Prognose für 2014 entsprechend reduziert, so dass auch unsere Schätzungen erreicht wurden.

Für das 2015 rechnet das Management mit einem Umsatz in einer Spanne von 64 bis 68 Mio. EUR sowie einem adjustierten EBIT zwischen 8,0 und 9,5 Mio. EUR. Beide Werte liegen im Mittel unter unserer Prognose für 2015 von 69 Mio. bzw. 9,5 Mio. EUR. Wir haben daher unsere Ergebnisreihe für 2015 und 2016 leicht reduziert und rechnen nun für 2015 mit einem adjustierten EBIT von 9,1 Mio. EUR gefolgt von 10,8 Mio. EUR in 2016 (bisher 11,1 Mio. EUR). Wir haben gleichzeitig unsere Prognoseperiode um ein Jahr fortgeschrieben und erwarten 2017 ein adjustiertes EBIT von 12,4 Mio. EUR.

Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir einen fairen Wert der USU-Aktie in Höhe von 15,37 EUR ermittelt. Wir heben daher unser Kursziel von bisher 13,50 auf 15,50 EUR an und bestätigten somit trotz des mittlerweile erreichten Kursniveaus unser Halten-Rating für die Aktie.

in Mio. EUR	Q4/2014	LBBW E	Konsens	12M/2014	LBBW E	Konsens
Umsatz	17,4	18,5	n.a.	58,9	60,0	n.a.
EBIT	4,2	3,4	n.a.	6,7	5,9	n.a.
EBIT (adjustiert)	3,7	3,8	n.a.	7,3	7,4	n.a.
EPS (adj., in EUR)	0,25	0,25	n.a.	0,58	0,58	n.a.

Quelle: USU, LBBW Research

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

Aktueller Kurs (XETRA; 23.02.15; 12:37 h)	15,38 EUR
SCHLUSSKURS (20.02.2015)	14,80 EUR
ERWARTETE PERFORMANCE	4,7%
MARKTKAPITALISIERUNG	155,75 Mio. EUR
UNTERNEHMENSWERT	140,90 Mio. EUR
ANZAHL AKTIEN	10,52 Mio.
STREUBESITZ	29,7%
INDEX (GEWICHTUNG)	CDAX (0,01 %)
DURCH. HANDELSVOL.	7.123
ISIN / WKN	DE000A0BVU28 / A0BVU2
SEKTOR	Software

KENNZAHLEN (31.12.) 2014 2015E 2016E
Unternehmensdaten in Mio. EUR, Zahlen je Aktie in EUR

Umsatz	58,9	67,0	75,0
EBITDA	8,9	9,9	11,7
EBIT bereinigt	7,3	9,1	10,8
Nettoergebnis (adj.)	6,2	7,6	9,1
Freier Cash-flow	7,2	7,7	8,5
FCF Rendite	5,0 %	4,9 %	5,5 %
EPS bereinigt	0,58	0,72	0,86
Dividende	0,29	0,36	0,43
EV / Umsatz	2,2	2,1	1,9
EV / EBITDA	14,4	14,3	12,1
EV / EBIT bereinigt	17,6	15,6	13,0
KGV bereinigt	23,3	20,5	17,2
KBV	2,55	2,63	2,47
Dividendenrendite	2,1 %	2,4 %	2,9 %

KURSENTWICKLUNG



Quelle: USU, LBBW Research, Thomson Reuters

KALENDER

26.03.15 Quartalsbericht

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

Unternehmensdaten Finanzkennzahlen

USU Software

Fazit Schätzungsänderungen (Mio. EUR)

GuV	2014			2015E			2016E		
	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Umsatz	60,0	58,9	-1,8%	69,0	67,0	-2,9%	76,0	75,0	-1,3%
EBITDA	8,1	8,9	9,9%	10,4	9,9	-4,8%	12,1	11,7	-3,3%
EBIT	5,9	6,7	13,6%	7,9	7,4	-6,3%	9,6	9,2	-4,2%
EBIT bereinigt	7,4	7,3	-1,4%	9,5	9,1	-4,2%	11,1	10,8	-2,7%
Nettoergebnis	4,8	5,5	14,6%	6,2	6,1	-1,6%	7,7	7,6	-1,3%
Nettoergebnis (adj.)	6,1	6,2	1,6%	7,6	7,6	0,0%	9,1	9,1	0,0%
Je Aktie (EUR)	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ	bisher	neu	Δ
Gewinn je Aktie (basic)	0,45	0,53	17,8%	0,59	0,58	-1,7%	0,73	0,72	-1,4%
EPS bereinigt	0,58	0,58	0,0%	0,72	0,72	0,0%	0,87	0,86	-1,1%
Dividende	0,29	0,29	0,0%	0,36	0,36	0,0%	0,43	0,43	0,0%

Quelle: USU, LBBW Research

Ausgewählte Kennzahlen von USU Software (Mio. EUR)

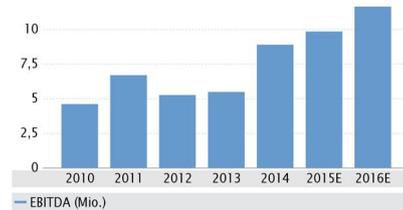
Gewinn- und Verlustrechnung (Mio. EUR)	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E
Umsatz	38,0	45,6	51,2	55,7	58,9	67,0	75,0
EBITDA	4,6	6,7	5,3	5,5	8,9	9,9	11,7
EBIT	2,6	4,6	3,5	3,4	6,7	7,4	9,2
EBIT bereinigt	4,4	6,5	7,1	5,1	7,3	9,1	10,8
Nettoergebnis	2,3	3,6	4,8	3,7	5,5	6,1	7,6
Nettoergebnis (adj.)	3,9	5,3	7,2	5,2	6,2	7,6	9,1
EPS bereinigt	0,38	0,51	0,69	0,49	0,58	0,72	0,86
Wachstumsrate yoy							
Umsatz		19,9 %	12,4 %	8,8 %	5,7 %	13,8 %	11,9 %
Bruttoergebnis		19,6 %	9,0 %	14,0 %	6,7 %	15,6 %	13,2 %
EBITDA		45,2 %	-21,4 %	4,3 %	62,1 %	10,7 %	18,3 %
EBIT bereinigt		49,0 %	8,3 %	-28,1 %	43,6 %	24,0 %	19,3 %
Nettoergebnis (adj.)		37,2 %	35,7 %	-28,1 %	18,5 %	23,3 %	19,6 %
EPS bereinigt		34,2 %	35,3 %	-29,0 %	18,4 %	24,1 %	19,4 %
Gewinn je Aktie (basic)		47,8 %	35,3 %	-23,9 %	51,4 %	9,4 %	24,1 %
Umsatzmargen							
EBITDA		12,1 %	14,7 %	10,3 %	9,9 %	15,1 %	14,7 %
EBIT bereinigt		11,5 %	14,3 %	13,8 %	9,1 %	12,4 %	13,5 %
Nettoergebnis		6,2 %	7,8 %	9,4 %	6,6 %	9,4 %	9,1 %
Nettoergebnis (adj.)		10,2 %	11,7 %	14,1 %	9,3 %	10,4 %	11,3 %
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	2,1	2,3	2,6
Net Working Capital	1,9	-8,6	-1,5	-6,0	-7,0	-7,8	-8,2
Liquide Mittel	10,6	17,1	11,4	14,2	18,8	23,4	28,2
Eigenkapital	48,5	49,9	52,3	53,2	56,2	59,2	62,9
Nettoverschuldung / (Nettoliquidität) GJ-Ende	-11,1	-17,6	-11,4	-11,3	-15,9	-20,5	-25,3
Kapitalflussrechnung (Mio. EUR)							
Nettoergebnis	2,3	3,6	4,8	3,7	5,5	6,1	7,6
Abschreibungen	2,0	2,1	1,7	2,1	2,2	2,5	2,5
Veränderung Working Capital	-1,5	10,5	-7,1	4,8	1,0	0,9	0,4
Operativer Cash-flow	2,4	9,4	5,6	9,9	8,7	9,4	10,4
Investitionen in das Sachanlagevermögen	-0,6	-0,6	-0,7	-1,4	-1,0	-1,2	-1,4
Freier Cash-flow	-3,1	8,6	4,8	8,1	7,2	7,7	8,5
Dividendenzahlung	-1,5	-2,1	-2,1	-2,6	-2,6	-3,1	-3,8
Veränderung in den liquiden Mitteln	0,1	6,6	-5,7	2,8	4,6	4,6	4,7
Bewertungskennzahlen							
EV / Umsatz	1,1	0,7	1,3	1,6	2,2	2,1	1,9
EV / EBITDA	8,7	4,6	12,2	15,8	14,4	14,3	12,1
EV / EBIT bereinigt	9,1	4,7	9,1	17,0	17,6	15,6	13,0
KGV bereinigt	13,0	9,0	10,3	18,7	23,3	20,5	17,2
KBV	1,0	1,0	1,4	1,8	2,6	2,6	2,5
Eigenkapitalrendite	4,8 %	7,1 %	9,2 %	6,8 %	9,9 %	10,3 %	12,0 %
Dividendenrendite	4,1 %	4,4 %	3,5 %	2,7 %	2,1 %	2,4 %	2,9 %
FCF Rendite	-6,0 %	18,0 %	6,4 %	8,4 %	5,0 %	4,9 %	5,5 %
Bilanzkennzahlen							
Nettoverschuldung zu EBITDA	-2,4	-2,6	-2,2	-2,1	-1,8	-2,1	-2,2
Verschuldungsgrad	-22,8 %	-35,3 %	-21,8 %	-21,3 %	-28,4 %	-34,7 %	-40,1 %
Zinsdeckung (EBIT/Zinsaufwand)	12,1	11,0	10,2	5,3	n.a.	n.a.	n.a.

Quelle: USU, LBBW Research

GUIDANCE - USU

USU rechnet für 2015 mit einem Umsatz von von 64 Mio. bis 68 Mio. EUR und einem bereinigten EBIT von von 8,0 Mio. bis 9,5 Mio. EUR, was einer EBIT Marge in einer Spanne von 12,5% bis 14,0% entspricht. Bis 2017 strebt das Management ein Überschreiten der 100 Mio. EUR-Marke beim Umsatz sowie eine operative Marge von mehr als 15% an.

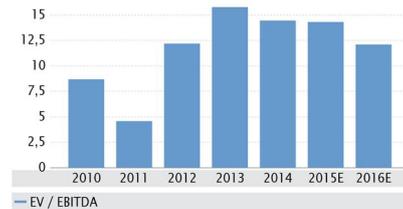
Ergebniskennzahlen



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 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. Auf Basis der aktualisierten bewertungsrelevanten Rahmendaten haben wir einen fairen Wert der Aktie von 15,37 EUR ermittelt. Wir behalten daher mit einem Kursziel von 15,50 EUR (bisher 13,50 EUR) unser Halten-Rating trotz des mittlerweile erreichten Kursniveaus bei.

Earnings summary: Trotz einer vorübergehenden Wachstumsschwäche in Q3 konnte USU 2014 den Umsatz um 6% auf 59 Mio. EUR ausweiten. Maßgeblich hierfür war das internationale Geschäft, das mit einem Plus von 78% den Anteil am Konzernumsatz auf 26% (Vj.: 16%) steigerte. Die operative Marge konnte um mehr als 3%-Punkte auf 12,4 % verbessert werden, was zu einem bereinigten EBIT von 7,3 Mio. EUR führte. Per saldo lag die Geschäftsentwicklung im Rahmen der (reduzierten) Erwartungen. Die maßgeblichen Wachstumstreiber von USU sollten mittelfristig Bestand haben, so dass wir die Zielsetzung des Managements für 2017 (Umsatz > 100 Mio. EUR, adj. EBIT-Marge > 15%) für durchaus realistisch halten. Zur Zielerreichung sind neben organischem Wachstum (LBBWe: CAGR 12,5% bis 2017) allerdings auch Übernahmen notwendig.

Valuation summary: Wir haben unsere Gewinnschätzungen für 2015 und 2016 marginal reduziert und unseren Prognosezeitraum um ein Jahr auf 2017 erweitert. Auf Basis der aktualisierten Detailschätzungen und weiterer bewertungsrelevanter Parameter haben wir einen fairen Wert für die USU-Aktie von 15,37 EUR (bisher 13,77 EUR) ermittelt. Wir stufen die Aktie daher mit einem Kursziel von 15,50 EUR (bisher 13,50 EUR) trotz des mittlerweile erreichten Kursniveaus unverändert mit Halten ein.

Risiken: Wir schätzen die Risiken für unsere fundamentalen Erwartungen als überschaubar ein, da die Software von USU den Kunden Effizienzsteigerungen ermöglicht und Nachfrageschwächen nur vorübergehender Natur sein sollten. In Q3/14 war dies z.B. bei Kunden aus dem Versicherungssektor zu beobachten. Wie lange die liquiditätsgetriebene allgemeine Bewertungshausse, von der u.E. auch die USU-Aktie profitiert, allerdings noch kursstützend wirkt lässt sich nicht abschätzen.

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. 2014 erzielte USU einen Umsatz von 58,9 Mio. EUR, wovon etwa 75% 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.

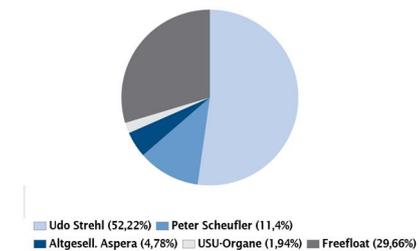
PROS

- ++ 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

Neue Rekordwerte bei Umsatz und Ergebnis

Gemäß vorläufigen untestierten Geschäftszahlen konnte USU im abgelaufenen Geschäftsjahr neue Bestmarken bei Umsatz und Ergebnis erzielen. Der Umsatz stieg um knapp 6% auf 58,9 Mio. EUR, wobei hierzu das Auslandsgeschäft maßgeblich beitrug. Mit 15,6 Mio. EUR (+78% yoy) steuern die außerhalb Deutschlands erzielten Geschäfte nunmehr etwa 26% zum Konzernumsatz bei. Noch 2010 lag der Anteil lediglich im oberen einstelligen Prozentbereich. Hier spiegelt sich die erfolgreiche Zusammenarbeit mit CA ebenso wider wie der Erfolg der eigenen Aktivitäten insbesondere in den USA. Die ursprünglich avisierten Konzern Erlöse von 63 bis 65 Mio. EUR konnte USU somit aufgrund der vorübergehenden Zurückhaltung von Kunden aus dem Versicherungssektor nicht erreicht werden. Die in diesem Zusammenhang reduzierte Guidance (Umsatz knapp 60 Mio. EUR) wurde allerdings getroffen.

Da der Umsatzzuwachs überwiegend aus dem margenträchtigen Lizenz- und Wartungsgeschäft resultierte, konnte USU die Profitabilität spürbar ausweiten. Mit 12,4% lag die operative Marge um mehr als 3%-Punkte über dem Vorjahresniveau (9,1%). Das adjustierte Ergebnis je Aktie sollte vor diesem Hintergrund die von uns erwarteten 0,58 EUR erreicht haben. Etwaige Abweichungen dürften auf den nur schwer einschätzbaren Steueraufwand zurückgeführt werden können. Das endgültige Zahlenwerk legt USU am 26. März vor.

Vor dem Hintergrund der erfreulichen Ergebnisentwicklung dürfte das Management der Hauptversammlung eine Dividendenanhebung vorschlagen. Wir rechnen mit einer Ausschüttung in Höhe von 0,29 EUR je Aktie.

Auch wenn noch keine endgültigen Zahlen vorliegen, deutet die um 4,7 Mio. auf 18,9 Mio. EUR gestiegene Liquidität auf eine unverändert solide Bilanz und einen ebenfalls erfreulichen Cashflow hin.

FAZIT: Alles in allem konnte USU trotz der etwas enttäuschenden Entwicklung im dritten Quartal erneut überzeugende Geschäftszahlen für 2014 vorlegen. Die Maßnahmen des Managements der jüngeren Vergangenheit schlagen sich immer deutlicher positiv im Zahlenwerk nieder. Hier ist insbesondere die durch die Zusammenarbeit mit CA aber auch durch eigene Aktivitäten befeuerte Entwicklung der Geschäftsentwicklung außerhalb Deutschlands – insbesondere in den USA – zu nennen. Dabei weist das Unternehmen unverändert eine sehr solide Bilanz aus.

Finanzkennzahlen

Gewinnperspektiven

USU Software

Weiteres dynamisches Wachstum absehbar

Das Management rechnet für das laufende Geschäftsjahr mit einem Umsatz in einer Bandbreite von 64 Mio. bis 68 Mio. EUR. Dies entspricht einem erwarteten (organischen) Wachstum von 8,7 bis 15,4%, im Mittel also etwa 12%. Das Management setzt hierbei vor allem auf eine Fortsetzung der dynamischen Geschäftsentwicklung im Ausland (insbesondere in den USA) und einer Normalisierung der Nachfrage aus der wichtigen Kundengruppe der Versicherungen, die 2014 immerhin 35% der Konzern Erlöse ausmachten.

Wir hatten bisher für 2015 (von einer höheren Basis ausgehend) mit einem Umsatz von 69 Mio. EUR gerechnet, nehmen diese Prognose allerdings wegen der etwas unter unseren Erwartungen liegenden Erlöse in 2014 leicht auf 67 Mio. EUR zurück. Angesichts eines erwarteten Wachstums von 13,8% yoy sind wir somit etwas optimistischer als das Management.

Vor dem Hintergrund des auch für USU mittlerweile etwas schwerer einschätzbaren Umfeldes wartet die Guidance für das bereinigte EBIT mit erwarteten 8 Mio. bis 9,5 Mio. EUR mit einer relativ weiten Spanne auf. Verglichen mit dem Vorjahrswert entspricht dies aber auch im Worst case immer noch einem erwarteten Zuwachs von knapp 10%, im Best case sogar 30%. Die operative Marge soll somit von 12,4% in 2014 auf 12,5 bis 14,0% (im Durchschnitt auf 13,3%) ansteigen. Wir haben unsere bisherige Schätzung für das bereinigte EBIT aufgrund der niedrigeren Umsatzprognose ebenfalls leicht von 9,45 Mio. auf 9,05 Mio. EUR reduziert. Unsere Margenprognose liegt somit nahezu unverändert bei 13,5%. Für 2016 haben wir unsere Prognose ebenfalls leicht reduziert und rechnen mit einem Umsatz von 75 Mio. EUR (bisher 76 Mio. EUR) und einem bereinigten EBIT von 10,8 Mio. EUR (bisher 11,1 Mio. EUR) was einer erwarteten operativen Marge von 14,4% entspricht (bisher 14,6%).

Das Management rechnet für 2017 inklusive möglicher Übernahmen mit einem Umsatz von mehr als 100 Mio. EUR sowie einer operativen Marge von mehr als 15%. Wir gehen bei unserer erstmals für 2017 erstellten Detailprognose von einem Umsatz (ohne Übernahmen) von 84 Mio. EUR aus (+12% yoy) und einem bereinigten EBIT von 12,35 Mio. EUR aus, was einer operativen Marge von 14,7% entspricht.

FAZIT: Wir gehen davon aus, dass USU in den nächsten Jahren ein organisches Wachstum von über 10% erzielen kann und das Margenziel für 2017 erreichen sollte. Das bereinigte Ergebnis je Aktie sollte vor diesem Hintergrund bis 2017 die 1 EUR-Marke zumindest knapp erreichen dürfte. Inklusiv möglicher Übernahmen wäre ein Wert von etwa 1,20 EUR darstellbar.

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 in Höhe von 15,37 EUR (bisher 13,77 EUR) ermittelt. Ursächlich für den Anstieg sind die Fortschreibung des Prognosezeitraums um ein Jahr sowie ein niedrigerer WACC. Die leicht reduzierten Ergebnisprognosen haben nahezu keinen Einfluss. Wir heben daher unser Kursziel für die USU-Aktie von bisher 13,50 EUR auf 15,50 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 8,7 % (bisher 9,3 %) einen DCF-Wert von 15,37 EUR (bisher 13,77 EUR). Wir heben daher unser Kursziel von bisher 13,50 auf 15,50 EUR an und bestätigen trotz der beeindruckenden Performance der Aktie unser Halten-Rating.

EQUITY RESEARCH

COMPANY FLASH

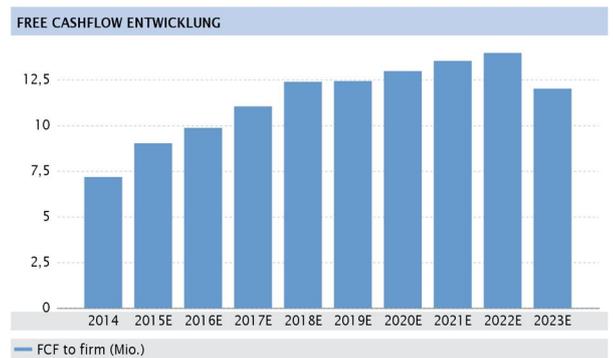
Bewertung DCF-Modell

USU Software

ANNAHMEN		STEADY STATE	
Risikofreier Zinssatz	0,4 %	Steady State Jahr	2023
Risikoprämie	6,4 %	Wachstum Terminal Value	1,0 %
Beta	1,3	EBIT-Marge	15,0 %
Eigenkapitalkosten	8,7 %	Abschreibungsquote	2,0 %
Fremdkapitalkosten	5,9 %	Investitionsquote	2,0 %
Eigenkapitalquote (Ziel)	100,0 %	Net Working Capital-Quote	-10,0 %
WACC (in %)	8,7 %	CAGR Umsatz 2014 bis 2023	7,6 %

FREE CASHFLOW (Mio. EUR)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Umsatz	58,9	67,0	75,0	84,0	90,7	97,1	102,9	108,0	112,4	113,5
Wachstum yoy		13,8 %	11,9 %	12,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	1,0 %
EBIT vor Goodwill	6,7	9,1	10,8	12,4	13,6	15,0	16,5	17,3	18,0	17,0
EBIT-Marge	11,4 %	13,5 %	14,4 %	14,7 %	15,0 %	15,5 %	16,0 %	16,0 %	16,0 %	15,0 %
- Steuern auf das EBIT	1,2	1,6	1,9	2,1	2,7	3,2	3,5	3,7	3,9	5,1
Steuerquote	17,8 %	17,8 %	17,3 %	16,9 %	20,0 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	21,5 %	30,0 %
= NOPAT	5,5	7,4	8,9	10,3	10,9	11,8	12,9	13,6	14,1	11,9
+ Abschreibungen	2,2	2,5	2,5	2,6	2,7	2,9	3,1	2,7	2,2	2,3
Abschreibungsquote	3,7 %	3,7 %	3,3 %	3,1 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
- Investitionen (CAPEX)	1,5	1,7	1,9	2,1	1,8	2,9	3,6	3,2	2,8	2,3
in % vom Umsatz	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	3,0 %	3,5 %	3,0 %	2,5 %	2,0 %
NWC	-7,0	-7,8	-8,2	-8,5	-9,1	-9,7	-10,3	-10,8	-11,2	-11,3
in % vom Umsatz	-11,8 %	-11,7 %	-10,9 %	-10,1 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %	-10,0 %
delta NWC		-0,9	-0,4	-0,3	-0,6	-0,6	-0,6	-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	7,2	9,0	9,9	11,1	12,4	12,4	13,0	13,5	14,0	12,0
in % vom Umsatz	12,2 %	13,5 %	13,2 %	13,2 %	13,7 %	12,8 %	12,6 %	12,5 %	12,4 %	10,6 %
Discounted free cashflow	n.a.	8,4	8,5	8,7	9,0	8,3	8,0	7,6	7,3	5,7

WERT JE AKTIE (Mio. EUR)	
Barwert Free Cash-flow Planungsjahre	65,8
+ Barwert Terminal Value	81,1
= Enterprise Value	146,9
Anteil des Terminal Value am Enterprise Value	55,2 %
- Nettofinanzverschuldung	-15,9
- Anteile Dritter	0,0
- Pensionsrückstellungen	1,1
+ Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	0,0
+ Sonstige	0,1
= Marktkapitalisierung	161,7
/ Anzahl Aktien (Mio.)	10,52
= Wert je Aktie (EUR)	15,37



Anhang

Finanzkennzahlen: Gewinn- und Verlustrechnung

USU Software

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG (Mio. EUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	CAGR 12-16E
Umsatz	51,2	55,7	58,9	67,0	75,0	
Wachstum yoy		8,8 %	5,7 %	13,8 %	11,9 %	10,00 %
Herstellungskosten	-26,0	-26,9	-28,2	-31,5	-34,8	
Bruttoergebnis	25,2	28,8	30,7	35,5	40,2	
Marge	49,3 %	51,7 %	52,1 %	53,0 %	53,6 %	
Vertriebskosten	-6,9	-9,1	-8,4	-9,5	-10,7	
Verwaltungskosten	-4,6	-5,9	-6,1	-6,8	-7,5	
Forschungs-/Entwicklungskosten	-7,2	-9,4	-9,6	-10,8	-11,8	
Sonstige betriebliche Erträge	0,4	0,6	1,5	0,6	0,6	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3,3	-1,6	-1,4	-1,7	-1,7	
Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibung	5,3	5,5	8,9	9,9	11,7	
Marge	10,3 %	9,9 %	15,1 %	14,7 %	15,5 %	
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	-2,2	-2,5	-2,5	
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	3,5	3,4	6,7	7,4	9,2	
Marge	6,9 %	6,1 %	11,4 %	11,0 %	12,2 %	
EBIT bereinigt	7,1	5,1	7,3	9,1	10,8	
Marge	13,8 %	9,1 %	12,4 %	13,5 %	14,4 %	
Zinserträge	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	
Zinsaufwand	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vorsteuerergebnis (EBT)	3,4	2,9	6,7	7,4	9,2	
Marge	6,7 %	5,2 %	11,5 %	11,0 %	12,2 %	
Ertragsteuern	1,4	0,8	-1,2	-1,3	-1,6	
Ertragsteuersatz	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Nettoergebnis	4,8	3,7	5,5	6,1	7,6	
Marge	9,4 %	6,6 %	9,4 %	9,1 %	10,1 %	
Nettoergebnis bereinigt um ao. Posten	7,2	5,2	6,2	7,6	9,1	
Marge	14,1 %	9,3 %	10,4 %	11,3 %	12,1 %	
Gewinn je Aktie (basic)	0,46	0,35	0,53	0,58	0,72	
EPS bereinigt	0,69	0,49	0,58	0,72	0,86	
Dividende je Aktie	0,25	0,25	0,29	0,36	0,43	

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Bilanz

USU Software

BILANZ (Mio. EUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Summe Aktiva	66,7	81,4	85,7	90,2	94,9
Sachanlagen	1,2	2,1	2,1	2,3	2,6
Geschäfts- oder Firmenwert	32,4	34,6	34,6	34,6	34,6
Übrige immaterielle Vermögenswerte	5,6	8,2	7,4	6,5	5,6
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	48,9	48,1	47,5
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
Wertpapiere	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige kurzfristige Vermögenswerte	1,6	2,1	2,2	2,2	2,3
Liquide Mittel	11,4	14,2	18,8	23,4	28,2
Umlaufvermögen	23,5	31,8	36,8	42,0	47,4
Summe Passiva	66,7	81,4	85,7	90,2	94,9
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	-7,6	-4,6	-0,8
Eigenkapital	52,3	53,2	56,2	59,2	62,9
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	14,5	15,0
Kurzfristige Rückstellungen	6,4	6,8	6,8	6,8	6,8
Sonstige kurzfristige Verbindlichkeiten	2,4	6,1	6,9	7,4	7,9
Kurzfristige Steuerverbindlichkeiten	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Kurzfristige Verbindlichkeiten	13,4	26,2	27,5	29,0	30,0

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang

Finanzkennzahlen: Kapitalflussrechnung

USU Software

KAPITALFLUSSRECHNUNG (Mio. EUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Ergebnis nach Steuern (EAT)	4,8	3,6	5,5	6,1	7,6
Abschreibungen	1,7	2,1	2,2	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	1,0	0,9	0,4
Sonstige Veränderungen (operativer Cashflow)	5,6	-0,8	0,0	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	5,6	9,9	8,7	9,4	10,4
Wachstum yoy		76,3 %	-11,4 %	7,4 %	11,1 %
Investitionen in das Anlagevermögen	-0,8	-1,8	-1,5	-1,7	-1,9
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	-1,5	-1,7	-1,9
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	-3,1	-3,8
Sonstige Veränderungen finanz. Cash-flow	-9,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	-11,1	-2,6	-2,6	-3,1	-3,8
Wachstum yoy	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Veränderung in den liquiden Mitteln	-5,7	2,8	4,6	4,6	4,7
Liquide Mittel am Periodenbeginn	17,1	11,4	14,2	18,8	23,4
Liquide Mittel am Periodenende	11,4	14,2	18,8	23,4	28,2
Freier Cash-flow	4,8	8,1	7,2	7,7	8,5

Quelle: USU, LBBW Research

Anhang-1

1/2

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 1253, 53002 Bonn / Postfach 50 01 54, 60391 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:	38,6%
Verkaufen:	6,0%
Halten:	54,0%
Unter Beobachtung:	0,5%
Ausgesetzt:	0,9%

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 Analysezielgruppen. 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

Anhang-1

2/2

