



Researchstudie (Update)



**„2. Quartal 2011 über Plan;
Prognosen und Kursziel erhöht - Aktie ein klarer Kauf“**

Fairer Wert: 6,15 €

Rating: KAUFEN

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

Kaufen

Kursziel: 6,15

aktueller Kurs: 4,35
23.8.2011 / ETR

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28

WKN: A0BVU2

Börsenkürzel: OSP2

Aktienanzahl³: 10,524

Marketcap³: 45,75
EnterpriseValue³: 41,93
³ in Mio. / in Mio. EUR

Freefloat: 29,6 %

Transparenzlevel:
Prime Standard

Marktsegment:
Regulierter Markt

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12

Designated Sponsor:
VEM Aktienbank AG
LBBW

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

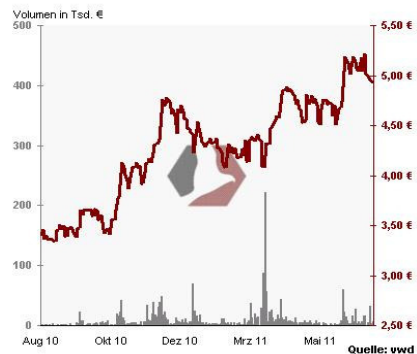
Christoph Schnabel
schnabel@gbc-ag.de

* Katalog möglicher
Interessenskonflikte auf
Seite IV

USU Software AG ^{*5}

Unternehmensprofil

Branche: Software
Fokus: Business Service
Management/Knowledge Business
Mitarbeiter: 301 Stand: 30.6.2011
Gründung: 1977
Firmensitz: Möglingen
Vorstand: Bernhard Oberschmidt



Die im Jahr 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	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011e	31.12.2012e
Umsatz	34,05	38,02	43,73	48,10
EBITDA	2,55	4,61	6,14	7,23
EBIT	0,45	2,58	3,94	5,24
Jahresüberschuss	1,55	2,35	3,44	4,37

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie	0,15	0,22	0,33	0,41
Dividende je Aktie	0,15	0,20	0,25	0,30

Kennzahlen				
EV/Umsatz	0,97	1,10	0,96	0,87
EV/EBITDA	12,94	9,09	6,83	5,80
EV/EBIT	72,71	16,24	10,64	8,01
KGV	29,59	19,48	13,31	10,48
KBV		0,94		

Finanztermine:

Datum: Ereignis
30.08.2011: SCC_Small Cap Conf.
17.11.2011: Veröffentlichung 9M-Bericht
21.11.2011: Deutsches EK-Forum

****letztes Research von GBC:**

Datum: Veröffentl. / Kursziel in EUR / Rating
1.6.2011: RS / 6,00 / KAUFEN
25.3.2011: RS / 6,00 / KAUFEN
7.12.2010: RG / 5,15 / 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.

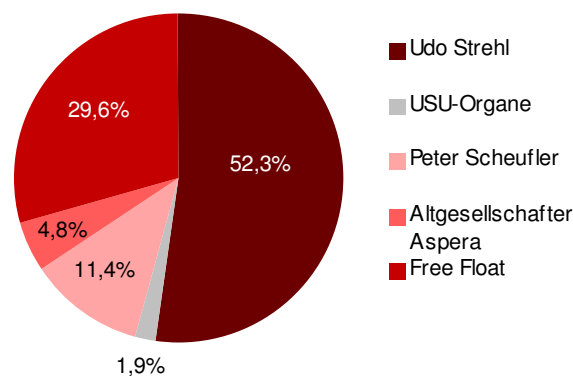
Unternehmen

Aktionärsstruktur zum 24.08.2011

Anteilseigner (in %)	zum 25.08.2010	zum 24.08.2011
Udo Strehl/USPEG/WIZ-Stiftung	57,8 %	52,3 %
USU-Organen	2,0 %	1,9 %
Peter Scheufler	12,0 %	11,4 %
Altgesellschafter Aspera GmbH	0,0 %	4,8 %
Streubesitz	28,2 %	29,6 %

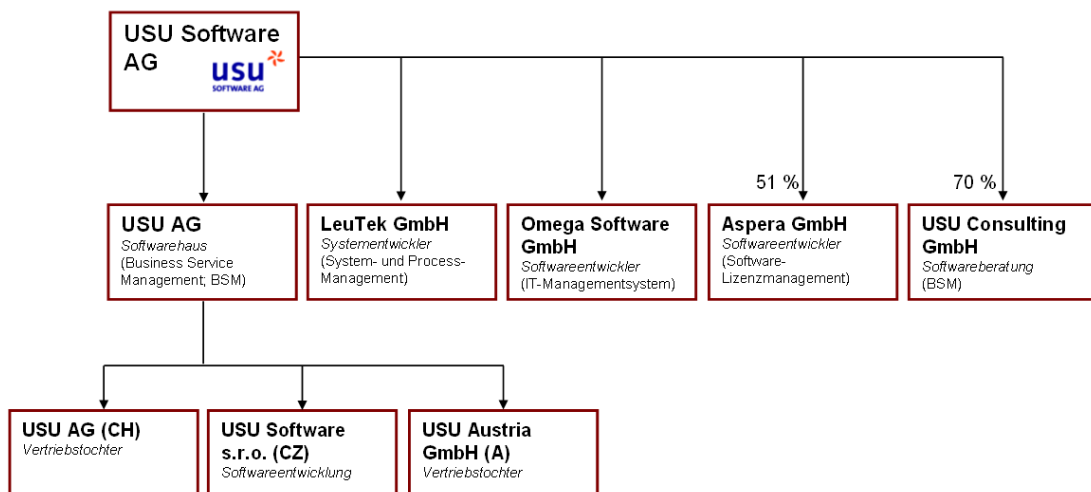
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aktionärsstruktur zum 24.08.2011



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Konsolidierungskreis der USU Software AG zum 24.08.2011



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die USU Software AG ist als Konzernobergesellschaft derzeit an acht inländischen und ausländischen Tochtergesellschaften beteiligt. Zum 01.08.2011 wurden 70 % an der USU Consulting GmbH (ehemals: get IT Services GmbH), zur Ergänzung des Produktportfolios im Bereich IT Service Management, erworben. Mit dem Erwerb der profitablen Gesellschaft soll die Wertschöpfungskette um das Angebot lösungsübergreifender Beratungs-Services erweitert und gleichzeitig die Position im Schweizer Markt gestärkt werden.

Markt und Marktumfeld

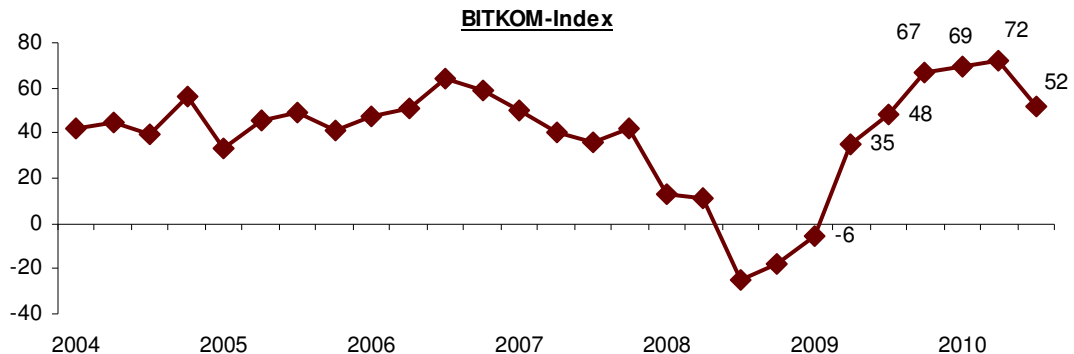
Konjunktorentwicklung D - Wirtschaftswachstum in Deutschland ist intakt

Die jüngsten Marktverwerfungen an den Börsen, die auch von den Ängsten eines Übergreifens der Schuldenkrise auf die Realwirtschaft geprägt sind, haben eine künftige Abkühlung der Konjunktorentwicklung eingepreist. Laut Statistischem Bundesamt weist die Entwicklung des BIP im zweiten Quartal 2011, mit einem Wachstum gegenüber dem Vorquartal von lediglich +0,1 %, eine abnehmende Dynamik auf. Als belastende Faktoren wurden der private Konsum sowie die rückläufigen Bauausgaben ausgemacht. Im Gegenzug hierzu lieferten die Exporte und Investitionen positive Impulse. Ein Vergleich zum Vorjahresquartal zeigt jedoch noch immer einen BIP-Anstieg von +2,8 % auf.

Führende Wirtschaftsinstitute prognostizieren daher auf Basis des Gesamtjahres 2011 eine weitere Fortsetzung der positiven Entwicklung der Wirtschaftsleistung. Die aktualisierten und revidierten Prognosen liegen ungeachtet der aktuellen Unsicherheiten zwischen +2,6 % und +4,0 % und damit in einem weiterhin guten Bereich. Für das kommende Jahr 2012 dürfte das Wachstum der deutschen Wirtschaftsleistung gemäß Marktforschungsinstituten an Dynamik verlieren. Erwartet werden Wachstumsraten in einer Bandbreite von +1,6 % und +2,5 %.

ITK-Markt D - Leichter Rückgang der Erwartungen, aber weiterhin positiv

Das Geschäftsklima des deutschen ITK-Marktes, welches vom Branchenverband BITKOM vierteljährlich ermittelt wird, ist im zweiten Quartal zurückgefallen. Gemessen durch den BITKOM-Index, der die Erwartungen der befragten Unternehmen abbildet, reduzierte sich das Geschäftsklima im zweiten Quartal auf 52 Punkte, nachdem im ersten Quartal ein Rekordwert von 72 Punkten verzeichnet wurde. Das aktuelle Niveau ist jedoch im historischen Vergleich als nach wie vor positiv zu bezeichnen.



Quelle: BITKOM

Insgesamt rechnen 88 Prozent der befragten Unternehmen für das Jahr 2011 mit einer steigenden oder zumindest stabilen Entwicklung der Umsätze. Gemäß dem BITKOM-Branchenbarometer zeigen sich die Teilbereiche IT-Services und Software, aufbauend auf die bisher gute Geschäftsentwicklung, besonders optimistisch im Hinblick auf die Umsatzentwicklung. Auf Basis des Jahres 2011 werden für diese zwei, für die USU Software AG wichtigen Teilbereiche, überdurchschnittlich hohe Wachstumsraten prognostiziert. Für den Bereich IT-Services (+3,5 %) sowie Software (+4,5 %), wird ein Wachstum erwartet, welches gemäß BITKOM oberhalb der erwarteten Gesamtmarktentwicklung von +2,0 % liegt. Für das kommende Jahr 2012 geht BITKOM zudem von einer Fortsetzung der Wachstumsdynamik (IT-Services: +3,8 %; Software: +4,9 %) aus. Alleine aus dem aktuellen Branchenumfeld in Deutschland dürfte die USU Software AG von positiven Signalen profitieren und die bisher ohnehin überdurchschnittliche Geschäftsentwicklung auch weiterhin fortsetzen.

Unternehmensentwicklung & Prognose

Geschäftsentwicklung Q2 2011 - Wachstumstrend erfolgreich fortgesetzt

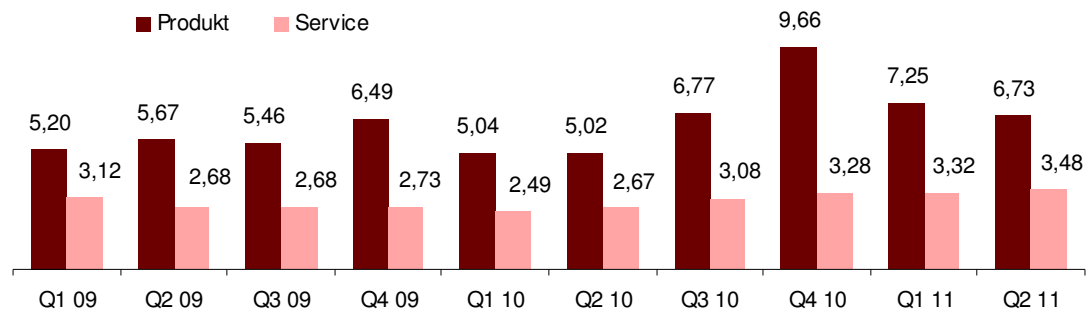
in Mio. €	Q2 2010	Δ 2010/2011	Q2 2011
Umsatz	7,69	+32,9 %	10,22
davon Umsatz - Produkt	5,02	+34,1 %	6,73
davon Umsatz - Service	2,67	+30,2 %	3,48

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Umsatzentwicklung - Deutlich positiv; getragen von beiden Segmenten

Der bereits in den letzten Quartalen sichtbar werdende positive Wachstumstrend der USU Software AG konnte auch mit Bekanntgabe der Halbjahreszahlen 2011 fortgesetzt werden. Belegt wird dies in erster Linie durch den deutlichen Anstieg der Umsatzerlöse, welche im zweiten Quartal 2011 auf 10,22 Mio. € und damit gegenüber dem Vorjahresquartal um +32,9 % deutlich zulegten. So konnte die USU-Gruppe eine Vielzahl neuer Projektaufträge von namhaften Unternehmen wie CosmosDirekt, Edeka, Eurofighter, Jungheinrich etc. vermelden. Zu diesem Erfolg trugen beide Segmente „Produkt“ und „Service“ nahezu gleichermaßen bei. Die produktbezogenen Umsätze steigerten sich im Q2/11 auf 6,73 Mio. € und damit gegenüber dem Vorjahr um +34,1 %. Flankiert werden diese vom Servicegeschäft, welches mit erwirtschafteten Umsätzen von 3,48 Mio. €, ein gegenüber dem Vorjahr um +30,2 % (Q2/10: 2,67 Mio. €) höheres Umsatzniveau aufweist.

Quartalsumsätze nach Segmenten (in Mio. €)



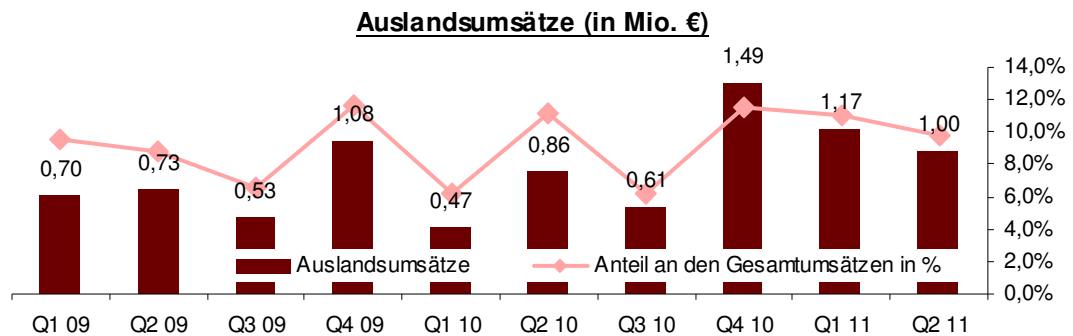
Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die positive Entwicklung der „Produkt“-Umsätze lässt sich einerseits durch die organische Ausweitung in Verbindung mit der Markteinführung neuer Produkte erklären. Ausschlaggebend hierfür ist die erfolgreiche Einführung der Produktsuiten USU KnowledgeCenter 5.1 (Auslieferung Q1/11) und Valuation 4.1 (Auslieferung Ende Q1/11), die in ihrer Funktionalität und Performance verbessert wurden. Die neuen Produktversionen stießen gemäß Aussagen der Gesellschaft auf ein reges Kundeninteresse. Andererseits profitierte die USU Software AG in diesem Segment von anorganischen Effekten, die im Zusammenhang mit der im Juli 2010 erworbenen Aspera GmbH stehen. Die Umsätze der auf dem wachstumsstarken Bereich des Lizenzmanagements spezialisierten Tochtergesellschaft, sind dabei ausschließlich dem Produktgeschäft zuzuordnen.

Auch im „Servicebereich“, der ausschließlich auf einem organischen Wachstum basiert, konnten neue Projektaufträge gewonnen und die damit aufgezeigte Umsatzausweitung erreicht werden. Gleichzeitig konnten bereits zum ersten Quartal 2011 die Tagessätze angehoben werden, eine Maßnahme, welche sich zusätzlich positiv auf die Umsatzentwicklung in diesem Bereich niederschlug.

Ein weiterer wichtiger Strategiebaustein der Gesellschaft ist die geplante Ausweitung der internationalen Umsätze. Insbesondere über die letzten drei Quartale hinweg, gelang es der USU Software AG ausländische Umsatzniveaus von mindestens 1,00 Mio. € zu erzielen und darüber hinaus pendelte sich die Quote der ausländischen Umsätze bei etwa

10,0 % bis 11,5 % ein. Künftig soll dieser Bereich vor allem durch die Adressierung der Regionen West- und Osteuropas, des arabischen Raumes sowie der USA mit etwa 15,0 % zu den Gesamtumsätzen beitragen. Im zweiten Quartal 2011 erzielte die USU Software AG internationale Umsätze in Höhe von 1,00 Mio. € (Umsatzanteil: 9,8 %). Gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht dies einem Anstieg von +16,2 % (Q2/10: 0,86 Mio. €).



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Kosten-/Ergebnisentwicklung - starkes Ergebniswachstum erreicht

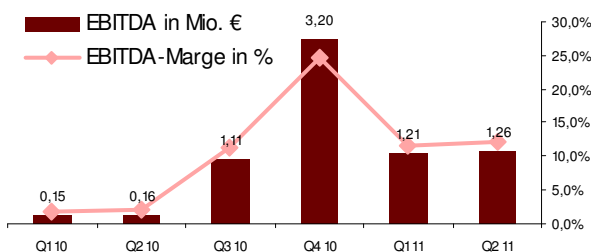
in Mio. €	Q2 2010	Δ 2010/2011	Q2 2011
EBITDA (Marge)	0,16 (2,0 %)	+711,6 %	1,26 (12,3 %)
EBIT (Marge)	-0,12 (neg.)	k.A.	0,75 (7,3 %)
Konzernergebnis	-0,02	k.A.	0,42
EPS	0,00	k.A.	0,04

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Die operativen Kosten der Gesellschaft erhöhten sich zwar gegenüber dem Vorjahresquartal von 7,54 Mio. € (Q2/10) auf 8,96 Mio. € (Q2/11) um +18,8 %, dieser Anstieg fiel jedoch gegenüber der signifikanten Umsatzerhöhung unterproportional aus. Damit profitiert die Gesellschaft hauptsächlich von hohen Skalierungseffekten, welche vor dem Hintergrund der angestiegenen Umsatzniveaus zum Tragen kamen. Der Anstieg der operativen Kosten ist dabei in erster Linie auf eine erweiterte Kostenbasis im Zusammenhang mit der mehrheitlichen Übernahme der Aspera GmbH zu sehen. Die auf den Umsatz bezogene operative Kostenquote lag bei 87,7 % (Q2/10: 98,0 %) auf einem ungewöhnlich niedrigen Niveau.

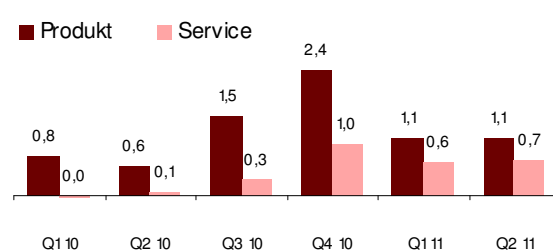
Dementsprechend überproportional gestaltete sich die Entwicklung des Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA), welches gegenüber dem Vorjahresquartal auf 1,26 Mio. € (Q2/11: 0,16 Mio. €) mehr als verachtfacht werden konnte. Die auf den Umsatz bezogene EBITDA-Marge steigerte sich ebenfalls deutlich auf 12,3 % (Q2/11: 2,0 %). Wie man der untenstehenden Abbildung entnehmen kann, trugen beide Geschäftssegmente zur positiven Ergebnisentwicklung gleichermaßen bei.

EBITDA und EBITDA-Marge



Quelle: USU Software AG; GBC AG

EBITDA-Beiträge nach Produktgruppen (in Mio. €)



Unter Hinzurechnung der Abschreibungen, die infolge der mehrheitlichen Aspera-Übernahme im zweiten Quartal 2011 auf 0,51 Mio. € (Q2/10: 0,28 Mio. €) angestiegen sind,

lag das EBIT bei 0,75 Mio. € (Q2/11: -0,12 Mio. €) und damit ebenfalls deutlich oberhalb des Vorjahresniveaus.

Unterm Strich erzielte die USU Software AG im Q2 2011 ein Nachsteuerergebnis von 0,42 Mio. € (VJ: -0,02 Mio. €). Dieses berücksichtigt dabei sowohl ein Finanzergebnis von -0,05 Mio. € (Q2/11: 0,10 Mio. €) als auch Steueraufwendungen in Höhe von -0,28 Mio. € (Q2/11: 0,00 Mio. €). Das negative Finanzergebnis ist dabei in erster Linie auf die Aufzinsung des voraussichtlichen Kaufpreises für die ausstehenden Anteile an der Aspera GmbH zurückzuführen. Die aktuelle Steuerquote von 39,9 % reflektiert einerseits die unterjährige Berücksichtigung latenter Steuern als auch die positive Geschäftsentwicklung der Aspera GmbH, deren Vorsteuerergebnis voll versteuert wird. Zum Geschäftsjahresende sollte sich die Steuerquote durch die zusätzliche Aktivierung latenter Steuern wieder reduzieren.

Bilanzielle Situation 30.06.2011 - weiterhin sehr solide mit EK-Quote von 69,5 %

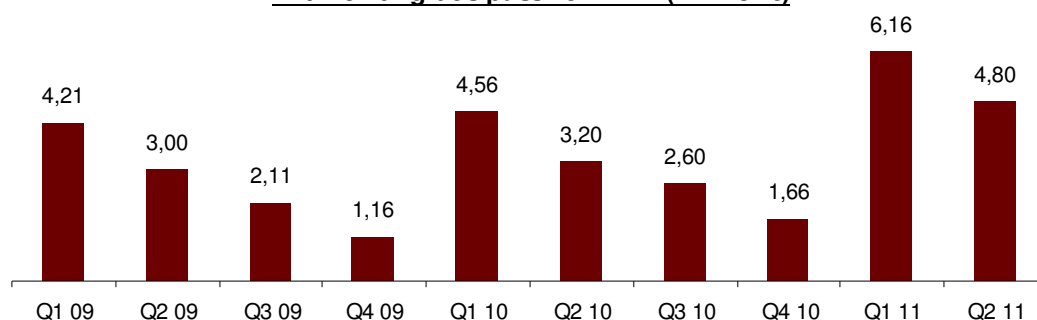
in Mio. €	31.12.2010	30.06.2011
Eigenkapital (EK-Quote)	48,49 (72,5 %)	49,31 (69,5 %)
Operatives Anlagevermögen	42,61	41,80
Working Capital	2,06	0,76
Liquide Mittel	11,06	14,80

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Auch weiterhin zeichnet sich das Bilanzbild der USU Software AG durch sehr solide Relationen aus. Mit einem Eigenkapital von 49,31 Mio. € (31.12.10: 48,49 Mio. €) verfügt dabei die Gesellschaft über eine nach wie vor sehr gute Eigenkapitalquote von 69,5 % (31.12.10: 72,5 %). Der im Vergleich zum Geschäftsjahresende 2010 sichtbar werdende Rückgang der Eigenkapitalquote ist dabei in erster Linie der Ausweitung der kurzfristigen Verbindlichkeiten und dem damit zugehörigen Anstieg der Bilanzsumme geschuldet.

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten kletterten von 8,98 Mio. € (31.12.10) auf 11,80 Mio. € (30.06.11), insbesondere aufgrund der zum Jahresbeginn erfolgten Vereinnahmung aus Wartungsverträgen, deren Leistung erst unterjährig erbracht wird. Dargestellt wird dieser Vorgang durch den Passiven Rechnungsabgrenzungsposten, welcher von 1,66 Mio. € (31.12.10) auf 4,78 Mio. € (30.06.11) anstieg. Wie man der folgenden Grafik entnehmen kann, unterliegt diese Bilanzposition einem saisontypischen Verlauf, wonach die Wartungszahlungen im ersten Quartal vereinnahmt werden und über die folgenden Quartale abgearbeitet werden. Mit der Leistungserbringung werden diese umsatzwirksam.

Entwicklung des passiven RAP (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Aufgrund der positiven Cashflow-Entwicklung steigerte sich die kurzfristige Liquidität der USU Software AG auf 14,80 Mio. € (31.12.10: 11,06 Mio. €). Als wesentlicher Treiber hierfür ist der deutliche Anstieg des operativen Cashflows zu nennen, welcher infolge der positiven Geschäftsentwicklung, als auch des reduzierten Nettoumlaufvermögens, mit 3,95 Mio. € (VJ: -0,70 Mio. €) deutlich im positiven Bereich lag.

Prognosen - Prognosen nach erfolgreichem ersten Halbjahr 2011 erhöht

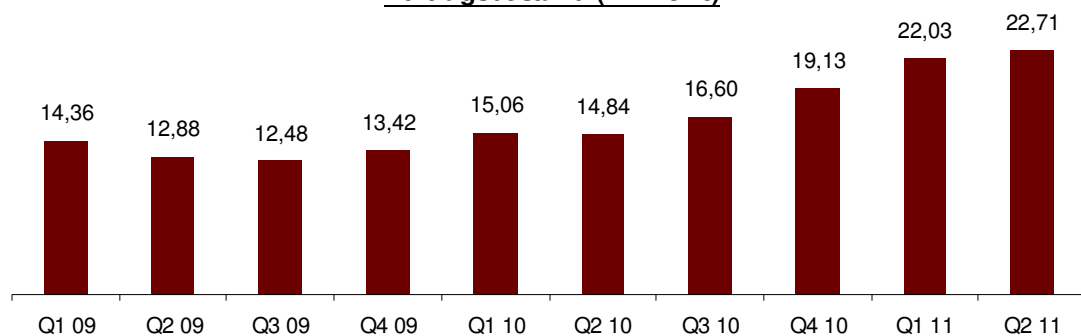
in Mio. €	2011e (alt)	2011e (neu)	2012e (alt)	2012e (neu)
Umsatz	42,59	43,73	47,70	48,10
EBITDA (EBITDA-Marge)	5,80 (13,6 %)	6,14 (14,0 %)	6,74 (14,1 %)	7,23 (15,0 %)
EBIT (EBIT-Marge)	3,60 (8,4 %)	3,94 (9,0 %)	4,88 (10,2 %)	5,24 (10,9 %)
Jahresüberschuss	3,15	3,44	4,08	4,37
EPS	0,30	0,33	0,39	0,41
Dividende	0,25	0,25	0,30	0,30

Quelle: GBC AG

Die USU Software AG hat in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres 2011 eine weitere deutliche Verbesserung der Umsatz- und Ertragslage erzielen können und hat den damit begonnenen Wachstumskurs des zweiten Halbjahres 2010 fortgesetzt. Auf Halbjahresbasis erzielte die Gesellschaft ein deutliches Umsatzwachstum in Höhe von +36,6 % auf 20,80 Mio. €. Diese positive Entwicklung schlug sich auch in einem signifikanten Anstieg der Ergebnisrelationen nieder. So erhöhte sich das EBITDA von 0,30 Mio. € (1.HJ/10) deutlich auf 2,47 Mio. € (1.HJ/11) und auf dessen Basis erzielte die USU Software AG im ersten Halbjahr einen neuen Rekordwert. Die damit aufgezeigte Geschäftsentwicklung, welche auch durch ein überdurchschnittliches zweites Quartal getragen wurde, hat unsere bisherigen Erwartungen übertroffen.

Gleichzeitig wird damit eine unverändert hohe Investitionsbereitschaft seitens der USU-Kunden ersichtlich. Darüber hinaus kamen anorganische Effekte aus der Akquisition des Spezialisten für Lizenzmanagement, der Aspera GmbH, zum Tragen. Die hohe Investitionsbereitschaft der USU-Kunden kann anhand des Auftragsbestandes gut erkannt werden. Demnach verfügt die USU Software AG zum Ende des ersten Halbjahres 2011 mit 22,71 Mio. € (1.HJ/10: 14,84 Mio. €) über einen neuen Rekordauftragsbestand, welcher eine hohe Sichtbarkeit bezüglich der künftigen Umsätze liefert.

Auftragsbestand (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Wir haben die überplanmäßige Entwicklung des ersten Halbjahres zum Anlass genommen, um die Prognosen für die kommenden zwei Geschäftsjahre nach oben anzupassen. Dabei entsprechen wir den ebenfalls erhöhten Unternehmensprognosen, wonach für 2011 Umsatzniveaus von über 43 Mio. € und ein EBITDA von mindestens 6 Mio. € erwartet werden. Mit unseren Prognosen (Umsatz: 43,73 Mio. €; EBITDA: 6,14 Mio. €) liegen wir dabei genau im Rahmen der Unternehmenserwartungen. Für das kommende Geschäftsjahr 2012 erwarten wir mit Erlösen in Höhe von 48,10 Mio. € ein Umsatzwachstum von 10,0 %. Die EBITDA-Marge dürfte gemäß unserer Erwartung eines zunehmenden Anteils des margenstarken Produktgeschäftes, auf 15,0 % ansteigen und wir sehen damit einen EBITDA-Wert von 7,23 Mio. € als realistisch an. Auch für das kommende Geschäftsjahr 2012 entspricht die von uns vorgenommene Prognoseanpassung den Erwartungen des Unternehmens, die wir als konservativ einstufen.

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 2011 und 2012 in Phase 1 erfolgt von 2013 bis 2018 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei haben wir die bisher erwarteten Steigerungen beim Umsatz von 5,0 % konservativ auf 3,0 % reduziert. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 15,0 % angenommen. Die Steuerquote haben wir aufgrund noch bestehender Verlustvorträge mit 13,00 % 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 3,00 %.

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 3,00 % (bisher 3,00 %).

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 1,1429.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,29 % (bisher: 9,29 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 100 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,29 % (bisher: 9,29 %).

Bewertungsergebnis

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,29 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2011 entspricht als **Kursziel 6,15 €** und damit passen wir unser bisheriges Kursziel von 6,00 € leicht nach oben an. Diese Kurszielanpassung erfolgt dabei einerseits vor dem Hintergrund der nochmal verbesserten Unternehmensaussichten, sie ist aber auch einem Roll-Over-Effekt geschuldet. Denn das bisherige Kursziel war auf Basis des Geschäftsjahresendes 2011 ausformuliert, wohingegen das neue Kursziel als Zeithorizont den 31.12.2012 berücksichtigt.

USU Software AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	3,0%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	15,0%	ewige EBITA - Marge	14,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	0,9%	effektive Steuerquote im Endwert	26,5%
Working Capital zu Umsatz	5,2%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase in Mio. EUR	estimate		consistency						final Endwert
	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	GJ 2015e	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e	
Umsatz (US)	43,73	48,10	49,54	51,03	52,56	54,14	55,76	57,43	
US Veränderung	15,0%	10,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	1,02	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	
EBITDA	6,14	7,23	7,43	7,65	7,88	8,12	8,36	8,61	
EBITDA-Marge	14,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	
EBITA	5,76	6,84	7,04	7,25	7,47	7,69	7,92	8,16	
EBITA-Marge	13,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Steuern auf EBITA	-1,04	-1,37	-0,92	-0,94	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	
zu EBITA	18,0%	20,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	26,5%
EBI (NOPLAT)	4,72	5,47	6,12	6,31	6,50	6,69	6,89	7,10	
Kapitalrendite	10,6%	12,2%	13,2%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	11,0%
Working Capital (WC)	2,20	2,50	2,60	2,67	2,75	2,84	2,92	3,01	
WC zu Umsatz	5,0%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Investitionen in WC	-0,14	-0,30	-0,10	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	42,70	44,00	45,50	46,87	48,27	49,72	51,21	52,75	
AFA auf OAV	-0,38	-0,39	-0,39	-0,40	-0,42	-0,43	-0,44	-0,46	
AFA zu OAV	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	
Investitionen in OAV	-0,47	-1,69	-1,89	-1,77	-1,82	-1,88	-1,93	-1,99	
Investiertes Kapital	44,90	46,50	48,10	49,54	51,03	52,56	54,13	55,76	
EBITDA	6,14	7,23	7,43	7,65	7,88	8,12	8,36	8,61	
Steuern auf EBITA	-1,04	-1,37	-0,92	-0,94	-0,97	-1,00	-1,03	-1,06	
Investitionen gesamt	-0,62	-9,47	-1,99	-1,85	-1,90	-1,96	-2,02	-2,08	
Investitionen in OAV	-0,47	-1,69	-1,89	-1,77	-1,82	-1,88	-1,93	-1,99	
Investitionen in WC	-0,14	-0,30	-0,10	-0,08	-0,08	-0,08	-0,09	-0,09	
Ausstehende Kaufpreiszahlungen	0,00	-7,48	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	4,49	-3,61	4,53	4,86	5,01	5,16	5,32	5,47	71,41

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	55,45	64,21
Barwert expliziter FCFs	17,10	22,30
Barwert des Continuing Value	38,35	41,91
Nettoschulden (Net debt)	-6,50	-0,48
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	61,95	64,69
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	61,95	64,69
Ausstehende Aktien in Mio.	10,524	10,524
Fairer Wert der Aktie in EUR	5,89	6,15

Kapitalkostenermittlung :

risikolose Rendite	3,0%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,14
Eigenkapitalkosten	9,3%
Zielgewichtung	100,0%
Fremdkapitalkosten	0,0%
Zielgewichtung	0,0%
Taxshield	0,0%
WACC	9,3%

Sensitivitätsanalyse - Fairer Wert je Aktie in EUR

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
9,0%	5,93	5,51	5,16	4,86	4,61
10,0%	6,55	6,06	5,65	5,31	5,01
11,0%	7,17	6,61	6,15	5,75	5,42
12,0%	7,79	7,16	6,64	6,20	5,82
13,0%	8,41	7,72	7,14	6,65	6,23

Fazit

Zeichen stehen unverändert auf Wachstum; Prognosen und Kursziel angehoben

Mit Meldung der Halbjahreszahlen 2011 hat die USU Software AG die erfolgreiche Fortsetzung des Unternehmenswachstums aufgezeigt. So hielt der bereits in den letzten Quartalen sichtbar werdende Wachstumstrend auch im zweiten Quartal 2011 an und die Gesellschaft konnte sowohl auf Umsatz- als auch auf Ergebnisbasis eine positive Entwicklung vorweisen.

Die Umsatzerlöse erhöhten sich dabei gegenüber dem zweiten Quartal des Vorjahres deutlich um +32,9 % auf 10,22 Mio. € (Q2/11: 7,69 Mio. €). Getragen wurde diese Entwicklung von beiden Geschäftssegmenten „Produkt“ und „Service“ und der USU Software AG gelang es, eine Vielzahl neuer Projektaufträge von namhaften Unternehmen wie etwa CosmosDirekt, Edeka, Eurofighter oder Jungheinrich zu generieren. Aufgrund der unverändert hohen Investitionsbereitschaft der USU-Kunden stellte sich somit im traditionell schwächeren zweiten Quartal keine Abschwächung der Geschäftsdynamik ein.

Die positive Entwicklung des margenstarken Produktgeschäftes, welches gegenüber dem Vorjahresquartal ein Umsatzwachstum von +34,1 % auf 6,73 Mio. € (Q2/11: 5,02 Mio. €) verzeichnete, lässt sich sowohl auf organische als auch anorganische Effekte im Zusammenhang mit der mehrheitlichen Übernahme des Spezialisten für Lizenzmanagements, der Aspera GmbH, zurückführen. Das Servicegeschäft, dessen Wachstum mit +30,2 % auf 3,48 Mio. € (Q2/11: 2,67 Mio. €) ausschließlich organisch ist, profitierte dabei von der Generierung neuer Projektaufträge, die zu einer Auslastung der Beratermannschaft geführt hatten. Darüber hinaus konnten bereits zum ersten Quartal 2011 die Tagessätze angehoben werden, eine Maßnahme, welche sich zusätzlich positiv auf die Umsatzentwicklung niederschlug.

Abgerundet wird die plangemäße Geschäftsentwicklung der USU Software AG durch eine kostenseitige Effizienzsteigerung sowie durch Skaleneffekte, welche einen überproportionalen Ergebnisanstieg nach sich zogen. Insgesamt erhöhte sich zwar infolge der mehrheitlichen Übernahme der Aspera GmbH die Kostenbasis, der Kostenanstieg fiel jedoch gegenüber der Umsatzentwicklung unterproportional aus. Demnach kletterte das EBITDA im zweiten Quartal 2011 auf 1,26 Mio. € und konnte sich somit gegenüber dem Wert des Vorjahresquartals von 0,16 Mio. € mehr als verachtfachen. Die entsprechende EBITDA-Marge lag im zweiten Quartal bei 12,3 % (Q2/10: 2,0 %) und damit auf einem sehr guten Niveau.

Auf diesen Erfolg, der eine unverändert hohe Investitionsbereitschaft der USU-Kunden aufzeigt, aufbauend, haben wir unsere Prognosen für das laufende und kommende Geschäftsjahr neu ausformuliert und erhöht. Dabei verfügt die USU Software AG zum 30.06.2011 über einen Rekordauftragsbestand von 22,71 Mio. € (30.06.10: 14,84 Mio. €), welcher eine gute Basis und hohe Sichtbarkeit der künftigen Umsätze liefert. Demzufolge haben wir unsere Prognosen an die Erwartungen der Gesellschaft ausgerichtet und gehen für das Jahr 2011 von Umsätzen in Höhe von 43,73 Mio. € aus. Bei einer entsprechenden EBITDA-Marge von 14,0 % dürfte ein EBITDA in Höhe von 6,14 Mio. € verbleiben. Unter der Prämisse unveränderter Marktbedingungen, erachten wir das von der Gesellschaft anvisierte Unternehmenswachstum in Höhe von 10,0 % für das Geschäftsjahr 2012 als tendenziell konservativ. Auch für 2012 haben wir die Unternehmensplanungen aufgegriffen und prognostizieren Umsatzerlöse in Höhe von 48,10 Mio. €. Mit einem Anstieg der EBITDA-Marge auf 15,0 % dürfte die USU Software AG unseres Erachtens ein EBITDA von 7,23 Mio. € erzielen.

Gemäß DCF-Modell haben wir ein 2012er Kursziel von 6,15 € je Aktie ermittelt. Aufgrund des sich daraus ergebenden Kurspotenzials von +41,5 % bestätigen wir daher das Rating KAUFEN.

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-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/47/>

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

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-research.de/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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/index.php/publisher/articleview/frmCatId/17/frmArticleID/98/>

§ 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

Christoph Schnabel, Dipl. Betriebswirt (FH), 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