

03.09.2008

USU Software AG (5)*

KAUFEN

Kursziel: 5,06 Euro

Kurs: 3,50 Euro
03. August 2008
XETRA**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN / 6,11 €
02.06.2008**Marktsegment:**
Prime Standard**Rechnungslegung:**
IFRS**Analysten:****Cosmin Filker**
filker@gbc-ag.de**Christoph Schnabel**
schnabel@gbc-ag.de**IR-Kontakt:**USU Software AG
Falk Sorge
Spitalhof
D-71696 Möglingen**Tel.:** +49 71414867-351
Fax: +49 71414867-108investor@usu-software.de
www.usu-software.de* Katalog möglicher Inter-
essenskonflikte auf S.11**Unternehmensprofil:****Branche:** Software, IT-Beratung
Fokus: Business Service Manage-
ment/Knowledge Business
Mitarbeiter: 254 (30.06.2008)**Firmensitz:** Möglingen, D**Gründung:** 1977**Vorstandsvorsitzender:**
Bernhard Oberschmidt

WKN: A0BVU2

ISIN: DE000A0BVU28

Börsenkürzel: OSP2

Anzahl Aktien: 10,34 Mio.

Marktkap.: 36,19 Mio. €

Streubesitz: 31,09 %

52 W Hoch: 5,29 €

52 W Tief: 3,25 €

Durchs. Tagesvolumen : 15.505 €.*

* Quelle Comdirect (Frankfurt Parkett und Xetra, 250 Tage),



In Mio. Euro	GJ 2006	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatz	25,930	31,047	33,376	35,879
EBITDA	2,313	3,482	3,341	4,038
EBIT	0,988	1,892	1,726	2,348
Konzernergebnis	2,086	4,536	2,363	2,982
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,23 €	0,44 €	0,23 €	0,29 €
Dividende je Aktie	0,10 €	0,15 €	0,15 €	0,20 €
In %				
EBITDA-Marge	8,92 %	11,22 %	10,01 %	11,25 %
EBIT-Marge	3,81 %	6,09 %	5,17 %	6,54 %
Dividendenrendite	2,86 %	4,29 %	4,29 %	5,71 %
Kennzahlen				
EV/Sales	0,99	0,82	0,68	0,63
EV/EBITDA	11,10	7,27	6,80	5,62
KGV	15,24	7,93	15,23	12,07
KBV (31.12.2007)		0,77		

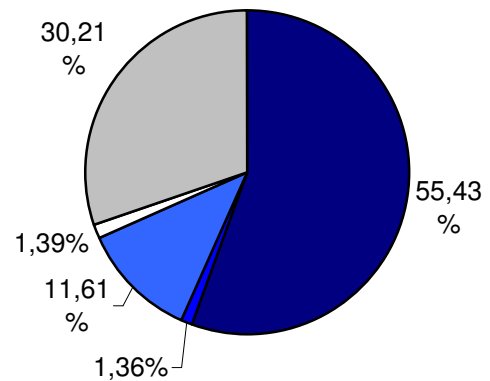
Highlights:

- Sehr gutes Lizenzgeschäft im 2. Quartal
- Sonderbelastungen im 2. Quartal
- Beratungsgeschäft zeitweise von diesen Sonderbelastungen geprägt
- Umsatz und Ergebnisschätzungen reduziert auf Basis 1. Halbjahr

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Udo Strehl	55,43 %
Peter Scheufler	11,61 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	1,36 %
Eigene Anteile USU Software AG	1,39 %
Streubesitz	30,21 %



Quelle: USU, 22.08.2008

Profil

Die 1977 gegründete USU Software AG mit Sitz in Möglingen, bietet als Spezialist für Business Service Management, Anwendungen und Servicedienstleistungen im Rahmen ihres Produkt- und Servicegeschäftes. Mit ihren bekanntesten Produkten Valuation und USU KnowledgeCenter ist die USU Software AG in der Lage, den wachsenden technischen und kaufmännischen Anforderungen zu entsprechen und individuelle ganzheitliche Lösungen für ihre Kunden anzubieten. Mit dem Fokus auf dem Business Service Management als neuartiger strategischer Ansatz für die 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-Assets sowie der individuellen Anpassung der IT-Services an ihre Geschäftsanforderungen. Unternehmensweite Recherchen und die optimale Ausnutzung vorhandener interner und externer Wissensquellen werden durch die USU KnowledgeCenter Suite ermöglicht.

Zum Kundenstamm der Gesellschaft gehören namhafte Unternehmen wie MAN, AOK, Allianz, Bosch, Volkswagen, T-Systems sowie von öffentlicher Seite die Städte Köln, Berlin, Stuttgart, sowie die Bayerische Staatskanzlei.

Unternehmenstermine

Ereignis	Datum
9 - Monatsbericht	10. November 2008
Analysten- und Investorenkonferenz (Eigenkapitalforum)	11. November 2008
Analysten- und Investorenkonferenz (6. Münchener Kapitalmarkt Konferenz)	9. Dezember 2008

Marktentwicklung

Der für USU relevante ITK-Markt wird regelmäßig vom Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e.V. (BITKOM) auf die künftigen Entwicklungen und Aussichten hin untersucht. Für das laufende Jahr 2008 wird laut BITKOM ein stabiles Wachstum um 1,6 % auf 145,2 Mrd. € prognostiziert. Für das kommende Jahr 2009 soll die Dynamik mit einer Wachstumsrate von 2,0 % auf 148,1 Mrd. € Marktvolumen leicht zunehmen. Hauptträger dieses Wachstums sind wie in der Vergangenheit die Teilmärkte Software und IT-Services, die mit einem erwarteten Wachstum von 5,3 % beziehungsweise 6,6 % im Jahr 2008, die wichtigsten Segmente für die USU darstellen. Die Prognose für den Markt der IT-Hardware sieht ein Wachstum von 0,7 % respektive 0,3 % für die Jahre 2008 und 2009 vor.

Weiterhin gehen in der aktuellen Quartalsbefragung der BITKOM die interviewten Unternehmen aus der Informationstechnik- und Telekommunikationsbranche von einer ähnlich positiven Entwicklung aus. So erwarten insgesamt 62 % der Unternehmen nach wie vor steigende Umsatzerlöse für das laufende Geschäftsjahr. Aus dem für USU wichtigen IT-Services- und Softwarebereich waren 72 % der untersuchten Unternehmen optimistisch und mehr als die Hälfte planen zusätzliche Mitarbeiter einstellen.

Auch das European Information Technology Observatory (EITO) prognostiziert für 2008 für den europäischen Markt ein gutes Wachstum für die Bereiche Software und IT-Services von 5,6 % auf 218,7 Mrd. € nach 207,2 Mrd. € in 2007. Ein weiterhin starkes Wachstum von 5,7 % auf 231,2 Mrd. € wird auch für 2009 erwartet. Der deutsche Markt soll nach BITKOM - Prognosen in den Segmenten Software und IT-Services mit 5,0 % bis 6,6 % deutlich stärker wachsen als der Gesamtmarkt.

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 2. Quartal 2008

in Mio. Euro	Q2 2007	Veränderung	Q2 2008
Umsatz	7,417	+12,2 %	8,325
<i>davon Umsatz - Produkt</i>	5,109	+9,5 %	5,596
<i>davon Umsatz - Service</i>	2,303	+18,2 %	2,721
EBITDA	0,681	-28,9 %	0,484
EBIT	0,279	-32,6 %	0,188
Konzernergebnis	2,274	-90,6 %	0,214
EPS in Euro	0,22	-90,6 %	0,02

Quelle: GBC AG, USU Software AG

Die Umsätze im traditionell margenstarken „Produktgeschäft“, das grundsätzlich alle Aktivitäten der Produktpalette der USU Software AG im Markt für Business Service Management umfasst, konnten im 2. Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal von 5,11 Mio. € um 9,5 % auf 5,60 Mio. € gesteigert werden. Der Umsatzanteil dieses Geschäftsbereiches präsentierte sich mit 67,2 % hingegen leicht rückläufig (Q2 2007: 68,9 %).

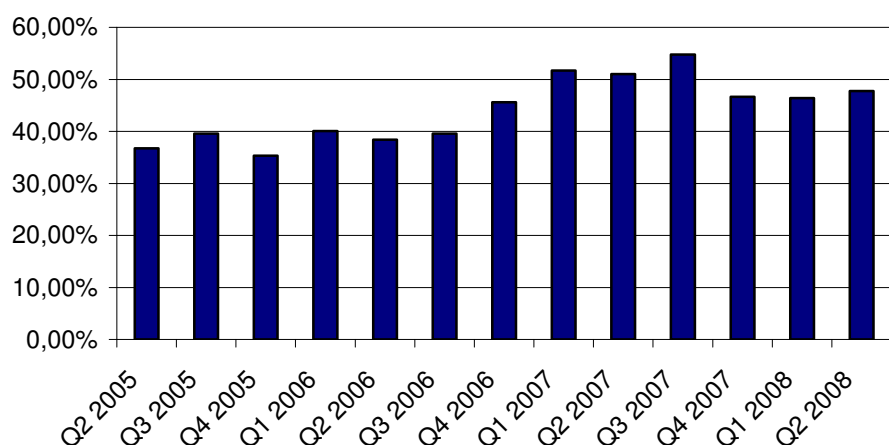
Ebenfalls zulegen konnte im 2. Quartal auch das „Servicegeschäft“, welches einen Anstieg auf 2,72 Mio. € verbuchen konnte. Zum Vorjahresquartal ist dies ein Anstieg in Höhe von 18,2 % (Q2 2007: 2,30 Mio. €). Damit konnte das rasante Umsatzwachstum dieses Geschäftsbereiches ebenfalls fortgesetzt werden.

Im zweiten Quartal des laufenden Geschäftsjahres 2008 erzielte die USU Software AG und ihre Tochtergesellschaften somit insgesamt einen Umsatzanstieg in Höhe von 12,2 % auf 8,33 Mio. € nachdem im Vergleichszeitraum 7,42 Mio. € erzielt wurden. Hauptsächlich für diese Entwicklung verantwortlich war der Umsatzbeitrag des starken Lizenzgeschäftes in Höhe von 1,91 Mio. €. Damit wurden die Lizenzerlöse des Vorjahresquartals mit 0,89 Mio. € mehr als verdoppelt. Insgesamt konnte die USU Software AG damit im ersten Halbjahr dieses Geschäftsjahres Umsatzerlöse in Höhe von 15,67 Mio. € erzielen. Zum Vorjahresvergleich entspricht dies einem Anstieg in Höhe von 4,5 % (1. HJ 2007: 14,99 Mio. €).

Wesentlich für die Entwicklung der Beratungserlöse waren Ausfallzeiten im Zusammenhang mit der Fortbildung der Beratungsmannschaft, die zu entsprechenden Umsatzausfällen führten. Zudem wirkten sich ungeplante Investitionen der Beratung in einem großen Festpreisprojekt belastend aus. Dementsprechend lieferte das Beratungsgeschäft mit 4,63 Mio. € einen im Vergleich zum zweiten Quartal des Vorjahres um 6,4 % geringeren Umsatzbeitrag (Q2 2007: 4,95 Mio. €). Mit einem Umsatzanteil von 19,5 % verzeichneten die Wartungserlöse im abgelaufenen Quartal eine leicht positive Entwicklung und konnten von 1,56 Mio. € (Q2: 2007) um 4,3 % auf 1,63 Mio. € gesteigert werden.

Insgesamt entwickelte sich das Auslandswachstum rückläufig. Außerhalb Deutschlands erzielte die USU-Gruppe im zweiten Quartal dieses Geschäftsjahres einen Auslandsanteil von insgesamt 6,4 % nachdem im Vergleichs-quarteral des Vorjahres eine Quote von 8,9 % erzielt werden konnte. Die neue Partnerschaft mit dem arabischen IT-Systemintegrator Analyst House sowie die Ausweitung der Partneraktivitäten in Italien, sind die wichtigsten Grundsteine für erneut steigende Auslandsumsätze. Doch auch bereits angelaufene Aufbaumaßnahmen für den US-Amerikanischen Markt und in Großbritannien unterstützen die optimistische Erwartungshaltung für einen Anstieg des Auslandsanteils. Zudem nimmt die erfolgreich zertifizierte Produktlinie Valuemation im internationalen Vergleich nach wie vor eine Spitzenposition ein.

Die Rohertragsmarge



Quelle: GBC AG; USU Software AG

Die USU Software AG verfolgt weiterhin den Aufbau beider operativer Segmente Produkt und Service, der mit einem Ausbau der internen Vertriebsmannschaft einhergeht, sowie einen zusätzlichen Einsatz freier Mitarbeiter

erfordert. Diese Maßnahmen wirkten sich auf die Herstellungskosten und in Folge auf die Rohertragsmarge belastend aus. Die margenseitige Reduktion des Rohertrages von 51,0 % (Q2 2007) auf 47,8 % (Q2 2008) resultiert somit aus dem Anstieg der Herstellungskosten von 3,63 Mio. € um 19,7 % auf 4,35 Mio. €.

Dem Personalkostenanstieg im Marketing- und Vertriebsbereich steht eine Kostenreduzierung für allgemeine Messeauftritte gegenüber. Demzufolge stiegen die Belastungen in diesem Bereich nur geringfügig um 5,8 % von 1,40 Mio. € auf 1,49 Mio. €. Die Kostenquote auf den höheren Konzernumsatz bezogen reduzierte sich hingegen auf 17,8 % (Q2 2007: 18,9 %).

Mit einem Kostenanstieg gegenüber dem Vorjahresquartal präsentieren sich auch die allgemeinen- und Verwaltungskosten. Durch Mehraufwendungen für Versicherungen sowie Fortbildungskosten stiegen die Kosten um 14,2 % auf 0,74 Mio. € (Q2 2007: 0,65 Mio. €). Die Neukonzipierung konzerneigener Softwareprodukte und erhöhte währungsbedingte Personalbelastungen für die tschechische Entwicklungsgesellschaft USU Software s.r.o., führten zu einem Kostenanstieg im Bereich der Forschungs- und Entwicklungskosten. Diese Aufwendungen stiegen von 1,18 Mio. € um 15,4 % auf 1,37 Mio. €.

Der Saldo sonstiger betrieblicher Erträge und Aufwendungen reduzierte sich leicht und summierte sich im zweiten Quartal auf 0,01 Mio. € (Q2 2007: 0,02 Mio. €).

Das operative Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) konnte trotz Umsatzzuwachsen auf Grund der einmaligen Sonderbelastungen nicht das Niveau des Vorjahres erreichen. Analog zum überproportionalen Kostenanstieg fiel das EBITDA somit auf 0,48 Mio. €. Im Vorjahresvergleich bedeutet dies einen Rückgang in Höhe von 28,9 %. Im ersten Halbjahr 2008 reduzierte sich das EBITDA ebenfalls auf 0,76 Mio. € nachdem im Vorjahreszeitraum 1,30 Mio. € erzielt wurden.

Die Abschreibungen auf im Rahmen von Unternehmensakquisitionen aktivierten immateriellen Vermögenswerte und die Abschreibungen auf Sachanlagevermögen entwickelten sich im Vergleich zum Vorjahresquartal leicht rückläufig. So fiel der gesamte Abschreibungsbetrag von 0,40 Mio. € (Q2 2007) um 26,4 % auf 0,30 Mio. € (Q2 2008).

Insgesamt konnte somit auch das EBIT an das Ergebnis des Vorjahres nicht anknüpfen und entwickelte sich unterproportional zu den Umsatzerlösen. Der EBIT-Beitrag von 0,19 Mio. € entspricht dabei einem Rückgang zum Vorjahreszeitraum in Höhe von 32,6 % (Q2 2007: 0,28 Mio. €).

Die nach wie vor hohen Finanzmittelbestände von 7,73 Mio. € wirkten sich mit einem Finanzergebnis in Höhe von 0,09 Mio. € positiv auf das Konzernergebnis aus. Zum 30.06.2008 betragen die Liquididen Mittel pro Aktie 0,75 €.

In Summe reduzierte sich somit das Ergebnis vor Steuern (EBT) gegenüber dem Vorjahr um 30,8 % auf 0,28 Mio. € (Q2 2007: 0,40 Mio. €). Während im Vorjahr durch Sondereffekte aus der Aktivierung von Verlustvorträgen der USU Software AG noch ein Steuerertrag in Höhe von 1,88 Mio. € anfiel, belief sich der Steueraufwand im zweiten Quartal dieses Geschäftsjahres mit einer Steuerquote von 22,5 % auf 0,06 Mio. €. Dementsprechend wurde ein Konzernjahresüberschuss von 0,21 Mio. € erzielt. Insgesamt konnte die USU-Gruppe im ersten Halbjahr ein Periodenergebnis von 0,26 Mio. € erzielen, nachdem im Vorjahreszeitraum noch 2,71 Mio. € erreicht werden konnten.

Bilanzielle Betrachtung zum 30.06.2008

Bedingt durch die im zweiten Quartal erfolgte Dividendenzahlung in Höhe von 1,54 Mio. € reduzierte sich die Eigenkapitalquote im Vergleich zur Geschäftsjahresbilanz 2007 von 87,3 % auf 85,3 %. Zum Stichtag wurde ein Eigenkapital in Höhe von 45,10 Mio. € ausgewiesen, was für eine nach wie vor äußerst solide bilanzielle Situation der USU Software AG spricht. Die wesentlichste Veränderung auf der Passivseite war die Ausweitung kurzfristiger Verbindlichkeiten von 6,49 Mio. € (GJ 2007) um 14,4 % auf 7,42 Mio. € (Q2 2008). Primär resultiert dieser Anstieg aus der Erhöhung des Passiven Rechnungsabgrenzungspostens. Erfasst werden hier die bereits zu Jahresbeginn in Rechnung gestellten Wartungsverträge, deren Leistungserbringung und damit zugehöriger Umsatzbeitrag unterjährig erfolgt. Nachdem zum Jahresende 2007 noch 0,79 Mio. € ausgewiesen wurden, stieg dieser Betrag im ersten Halbjahr 2008 auf 2,80 Mio. €. Die kurzfristigen Verbindlichkeiten stiegen zum Geschäftsjahresende nur unwesentlich von 0,30 Mio. € auf 0,33 Mio. €.

Sowohl das Anlage- als auch das Umlaufvermögen der Aktivseite bleiben im Vergleich zur Geschäftsjahresbilanz 2007 nahezu unverändert. Der Anstieg noch nicht abgerechneter unfertiger Leistungen von 0,59 Mio. € (GJ 2007) auf 2,70 Mio. € (Q2 2008) wurde durch die reduzierten liquiden und liquiditätsnahen Mittel vollkommen ausgeglichen und somit lag das Umlaufvermögen exakt auf dem Niveau des Geschäftsjahres 2007 mit 18,24 Mio. €. Das Anlagevermögen reduzierte sich aufgrund rückläufiger Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte leicht um 1,2 % und summierte sich auf 34,61 Mio. €.

Entwicklung des Cashflows in Q2 2008

Infolge des stichtagsbezogenen Anstieges des Working Capital sowie der zu den Umsatzerlösen unterproportionalen Entwicklung des Vorsteuerergebnisses, reduzierte sich der operative Cashflow von 0,29 Mio. € (Q2 2007) auf -1,47 Mio. € (Q2 2008) und wurde damit zunächst negativ.

Die Veräußerung von Wertpapieren verbunden mit geringeren Investitionen in diesem Bereich, ließ den Investitions-Cashflow von -0,52 Mio. € (Q2 2007) auf 0,82 Mio. € ansteigen (Q2 2008).

Aufgrund der Dividendenzahlung reduzierte sich weiterhin der Finanzierungscashflow auf -1,61 Mio. €.

Prognose und Ausblick

Nachdem sich im ersten Halbjahr die Sonderbelastungen sowohl kostenseitig als auch in Form entgangener Umsätze auswirkten, erwarten wir für das laufende Jahr 2008 weiterhin einen Umsatzanstieg, der primär aus einem organischen Wachstum resultieren sollte. Das prognostizierte Wachstum sollte dabei der für die USU typischen Saisonalität folgen, die einen beträchtlichen zum Jahresende hin verschobenen Volumenanstieg bei Neuabschlüssen erwarten lässt. Besonders in den relevanten Bereichen Software und IT-Services sollte die USU Software AG vom prognostizierten Marktwachstum profitieren. Dennoch haben wir aufgrund der geringeren Umsatzdynamik des ersten Halbjahres, unsere Umsatzprognose für das Jahr 2008 von 33,84 Mio. € auf 33,38 Mio. € nach unten angepasst.

Nicht mit berücksichtigt haben wir in unserer Prognose ein mögliches anorganisches Wachstum, das bei einer derzeitigen Cashausstattung in Höhe von 7,73 Mio. € ohne große finanzielle Anstrengungen weiterhin gegeben ist.

In Folge der angepassten Umsatzprognosen sowie der erhöhten Kostensituation haben wir auf Basis des 1. Halbjahres 2008 auch unsere Ergebnisschätzung aus unserer letzten Studie (29.05.2008) mit einem EBITDA von 4,18 Mio. € auf 3,34 Mio. € nach unten angepasst. Damit erwarten wir nun eine EBITDA-Marge von 10,0 % (bisher 12,3%). Das EBIT sollte sich in einem ähnlichen Umfang entwickeln. Für das laufende Geschäftsjahr prognostizieren wir ein EBIT in Höhe von 1,73 Mio. € (bisher 2,56 Mio. €) mit einer entsprechenden EBIT-Marge von 5,2 % (bisher 7,6 %). Für das kommende Geschäftsjahr 2009 gehen wir vor dem Hintergrund wegfallender Sonderbelastungen von einer Margenverbesserung auf 11,3 % (EBITDA) sowie 6,5 % (EBIT) aus. Somit erwarten wir für 2009 ein EBITDA in Höhe von 4,04 Mio. € (bisher 4,92 Mio. €) sowie ein EBIT in Höhe von 2,35 Mio. € (bisher 3,23 Mio. €).

In Summe haben wir unsere Prognosen für das Ergebnis pro Aktie für das laufende Geschäftsjahr 2008 ebenfalls nach unten angepasst. Damit haben wir das erwartete EPS von 0,34 € auf 0,23 € reduziert. Im kommenden Geschäftsjahr 2009 gehen wir von einem EPS in Höhe von 0,29 € aus (bisher 0,40 €).

Bewertung

DCF Bewertung

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 ca. 4,5 % (bisher 4,0 %).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,21.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 11,2 % (bisher 10,7 %) (Erklärung zur Berechnung: Beta multipliziert mit Risikoprämie plus 10-jähriger Zinssatz). Die Fremdkapitalkosten belaufen sich auf Basis unserer aktuellen Erwartung auf 7,0 %. Da wir derzeit eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 75 % unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,7 % (bisher 9,5 %).

WACC von 9,7 %
ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	11,2 %
Gewicht in %	75 %
Fremdkapitalkosten	7,0 %
Gewicht in %	25 %
Taxshield in %	25 %
WACC	9,7 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2	
Umsatzwachstum	5,0 %
EBITDA-Marge	12,9 %
Steuerquote	29,8 %
Working Capital in % vom Umsatz	10,0 %
Umsatz zu OAV	120,0 %
Abschreibungen vom OAV	1,2 %

Werttreiber - Endwert- Phase 3

ewiges Umsatzwachstum	2,5 %
langfristige Kapitalrendite	10,0 %

Discounted Cashflow-Modell

Die USU Software AG wurde von uns anhand eines dreistufigen DCF- Modells bewertet. Angefangen mit konkreten Schätzungen für die Geschäftsjahre 2008 bis 2009 in Phase Eins erfolgt in den Jahren 2010 bis 2014 eine Verstetigung der Annahmen mit einer Anpassung der Margen. In der dritten Phase wird schließlich nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt.

Die Diskontierung der zukünftigen Cashflows erfolgt dabei auf Basis des Entity-Ansatzes. Die entsprechenden Kapitalkosten (WACC) haben wir mit 9,7 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 5,06 € (bisher 6,11 €)**.

DISCOUNTED CASHFLOW Modellszenario USU Software AG

in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011e	GJ 2012e	GJ 2013e	GJ 2014e	Endwert
Umsatz	33,376	35,879	37,673	39,556	41,534	43,611	45,791	
Umsatzveränderung	7,5%	7,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
EBITDA-Marge	10,0%	11,3%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,390	-0,390	-0,384	-0,377	-0,396	-0,399	-0,403	
Abschreibungen vom OAV	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
EBITA	2,951	3,648	4,476	4,726	4,962	5,227	5,505	
EBITA-Marge	8,8%	10,2%	11,9%	11,9%	11,9%	12,0%	12,0%	
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	-7,4%	-2,9%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	29,8%	
EBI (NOPLAT)	3,168	3,754	3,142	3,318	3,484	3,669	3,864	3,850
Working Capital	3,290	3,700	3,767	3,956	4,153	4,361	4,579	
Working Capital zu Umsatz	9,9%	10,3%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Operatives Anlagevermögen	32,663	32,000	31,394	32,964	33,227	33,547	33,919	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	1,022	1,121	1,200	1,200	1,250	1,300	1,350	
Investiertes Kapital (IK)	35,953	35,700	35,161	36,919	37,381	37,908	38,499	
Kapitalrendite	8,8%	10,4%	8,8%	9,4%	9,4%	9,8%	10,2%	10,0%
Free Cashflows:								
EBITDA	3,341	4,038	4,860	5,103	5,358	5,626	5,907	
Steuern auf EBITA	0,217	0,106	-1,334	-1,408	-1,479	-1,558	-1,640	
Investitionen in OAV	0,574	0,273	0,222	-1,946	-0,659	-0,718	-0,775	
Veränderung des Working Capital	-110,8%	-41,0%	-6,7%	-18,8%	-19,8%	-20,8%	-21,8%	
Investitionen in Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	
Freier Cashflow	3,02	4,01	3,68	1,56	3,02	3,14	3,27	40,12

VALUATION in Mio. EUR

	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	15,371	13,837	11,172	8,574
Barwert des Continuing Value	20,991	23,027	25,260	27,709
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	36,362	36,864	36,431	36,283
Nettoschulden (Net debt)	-10,670	-12,579	-15,547	-17,793
Barwert aller Optionsrechte	-	-	-	-
Wert des Eigenkapitals	47,032	49,443	51,978	54,076
Fremde Gewinnanteile	-	-	-	-
Wert des Aktienkapitals	47,032	49,443	51,978	54,076
Ausstehende Aktien in Mio.	10,281	10,281	10,281	10,281
Fairer Wert der Aktie in EUR	4,57	4,81	5,06	5,26

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR

	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Dividendenzahlung	-1,542	-1,542	-2,056	-2,056
Aktienrückkäufe	-	-	-	-
Zinsaufwand/ertrag	0,427	0,503	0,622	0,712

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		8,7%	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%
Kapitalrendite	6,0%	3,99	3,86	3,75	3,65	3,56
	8,0%	4,79	4,58	4,40	4,25	4,11
	10,0%	5,59	5,30	5,06	4,84	4,66
	12,0%	6,38	6,02	5,71	5,44	5,21
	14,0%	7,18	6,74	6,37	6,04	5,76

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 5,06 €

Fazit

Im ersten Halbjahr dieses Geschäftsjahres konnten die Umsatzerlöse der USU Software AG ein Plus von 4,5 % auf nun 15,67 Mio. € verzeichnen (1HJ 2007: 14,99 Mio. €). Besonders für diese Entwicklung verantwortlich war der Umsatzbeitrag des starken Lizenzgeschäftes, das mit 2,46 Mio. € um 43,4 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum zulegen konnte. Mit dieser Entwicklung konnte der Rückgang der Beratungserlöse, die mit 9,56 Mio. € um 4,4 % niedriger ausfielen als im ersten Halbjahr 2007 (10,00 Mio. €), überkompensiert werden. Hauptsächlich verantwortlich für diesen Rückgang, waren sowohl Ausfallszeiten im Zusammenhang mit der Fortbildung der Beratungsmannschaft, als auch ungeplante Investitionen in die Beratung eines großen Festpreisprojektes, die in Folge zu Umsatzausfällen führten. Diese Maßnahmen belasteten zusätzlich die Kosten, so dass ein EBITDA von 0,76 Mio. € erzielt wurde (1.HJ 2007 1,29 Mio. €).

Neben diesen Indikatoren wirkt sich das Marktumfeld der ITK-Branche auf unsere Erwartungen positiv aus. Besonders die für die USU relevanten Teilmärkte Software und IT-Services stechen mit einem prognostizierten Wachstum in Höhe von 5,3 % und 6,6 % hervor. Die nach wie vor gute weltweite Produktpositionierung in den Bereichen CMDB / CMS, lassen damit unsere Umsatzerwartungen leicht über dem Marktdurchschnitt liegen.

Dennoch haben wir unsere Prognosen auf Jahressicht nach unten hin angepasst. Wir erwarten somit für das laufende Geschäftsjahr ein Umsatzwachstum in Höhe von 7,5 %, das dementsprechend in ein niedrigeres EBITDA in Höhe von 3,34 Mio. € münden sollte. Die EBITDA-Marge dürfte in Höhe von 10,0 % und damit leicht unter dem Niveau des Geschäftsjahres 2007 (11,2 %) liegen. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem überproportionalen Anstieg des EBITDA auf 4,04 Mio. € und daraus eine Verbesserung der EBITDA-Marge auf 11,2%.

Wir haben auf Basis der aktuellen Prognose unsere Bewertungseinschätzung nach unten anpassen müssen und im Rahmen unserer DCF-Analyse ein 2009er Kursziel von 5,06 € ermittelt (bisher 6,11 €). Wir stufen die USU Software AG unverändert mit dem Rating KAUFEN ein.

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

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

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

<http://www.gbc-ag.de/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:

Analyst 1: Cosmin Filker, Finanzanalyst

Analyst 2: Christoph Schnabel, 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 der 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

Analysten für diese Studie:

**Cosmin Filker; Finanzanalyst
Christoph Schnabel; Finanzanalyst**