

19.11.2008

USU Software AG (5)*

KAUFEN

Kursziel: 4,46 Euro

Kurs: 2,35 Euro
18. November 2008
17:00; XETRA

**Letztes Rating/
Kursziel:**
KAUFEN / 5,06 €
03.09.2008

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 71414867-108

investor@usu-software.de
www.usu-software.de

*Katalog möglicher Interessenskonflikte auf S.10

Unternehmensprofil:

Branche: Software, IT-Beratung
Fokus: Business Service Management/Knowledge Business
Mitarbeiter: 255 (30.09.2008)

Firmensitz: Möglingen, D

Gründung: 1977

Vorstandsvorsitzender:
Bernhard Oberschmidt

WKN: A0BVU2

ISIN: DE000A0BVU28

Börsenkürzel: OSP2

Anzahl Aktien: 10,34 Mio. €

Marktkap.: 24,06 Mio. €

Streubesitz: 27,60 %

52 W Hoch: 4,70 €

52 W Tief: 2,09 €

Durchs. Tagesvolumen : 14.204 €.*



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

In Mio. Euro	GJ 2006*	GJ 2007*	GJ 2008e	GJ 2009e
Umsatz	25,930	31,047	32,599	34,229
EBITDA	2,313	3,482	2,046	2,499
EBIT	0,988	1,892	0,631	1,199
Konzernergebnis	2,086	4,536	1,067	1,659
In Euro				
Gewinn je Aktie	0,23	0,44	0,10	0,16
Dividende je Aktie	0,10	0,15	0,10	0,10
In %				
EBITDA-Marge	8,92	11,22	6,28	8,44
EBIT-Marge	3,81	6,09	1,94	3,50
Dividendenrendite	4,26	6,38	4,26	4,26
Kennzahlen				
EV/Sales	0,59	0,43	0,41	0,39
EV/EBITDA	6,58	3,87	6,59	4,67
KGV	10,23	5,33	22,55	14,50
KBV (18.11.2008)			0,54	

* Steuererträge durch Auflösung latenter Steuern

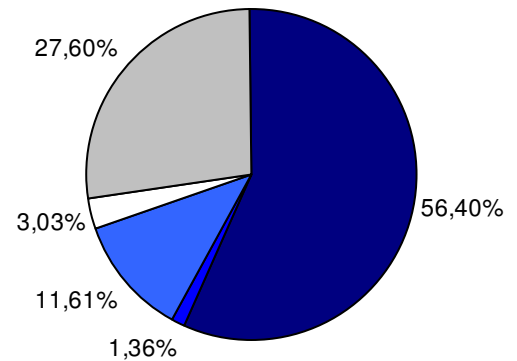
Highlights:

- Gesamtumsatz etwas unter Vorjahr, aber Servicegeschäft erneut sehr gut im dritten Quartal
- Sonderbelastungen im dritten Quartal durch Betriebsprüfung
- Gesunde Bilanzrelationen nähren Wachstumsphantasien
- Umsatz- und Ergebnisschätzungen aufgrund Sonderbelastungen reduziert, Kursziel angepasst

Unternehmen

Aktionärsstruktur

Anteilseigner	Anteile
Udo Strehl	56,40 %
Peter Scheufler	11,61 %
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	1,36 %
Eigene Anteile USU Software AG	3,03 %
Streubesitz	27,60 %



Quelle: USU, 13.11.2008

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
Analysten- und Investorenkonferenz (6. Münchener Kapitalmarkt Konferenz)	9. Dezember 2008
Veröffentlichung Geschäftsbericht 2008	März 2009
Veröffentlichung 3-Monatsbericht 2009	Mai 2009

Umsatz- und Ergebnisentwicklung - 3. Quartal 2008

in Mio. Euro	Q3 2007	Veränderung	Q3 2008
Umsatz	8,525	- 4,6 %	8,134
<i>davon Umsatz - Produkt</i>	6,269	- 16,9 %	5,208
<i>davon Umsatz - Service</i>	2,248	+29,8 %	2,918
EBITDA	1,541	- 89,0 %	0,169
EBIT	1,201	n.a.	- 0,132
Konzernergebnis	0,873	- 87,2 %	0,112
EPS in Euro	0,08	- 86,8 %	0,01

Quelle: USU Software AG, GBC AG

Die Umsätze des traditionell margenstarken, jedoch volatilen Segments „Produktgeschäft“ konnten an das starke, durch Großaufträge geprägte dritte Quartal des Vorjahres 2007 nicht anschließen und reduzierten sich im abgelaufenen Q3 2008 von 6,27 Mio. € um 38,8 % auf 5,21 Mio. €. Unter anderem wurde das Produktgeschäft durch Zusatzinvestitionen der Beratung für ein großes Festpreisprojekt, welches sich in Form von Umsatzausfällen auswirkte, belastet. Ebenfalls präsentierte sich das internationale Produktgeschäft der USU Software AG im Vergleich zum Vorjahresquartal schwächer. Im Zuge der Finanzmarktkrise gingen in diesem Bereich zwei Großaufträge in der letzten Verhandlungsphase verloren, so dass der Auslandsanteil mit 5,1 % ungewöhnlich schwach ausfiel. Insgesamt präsentiert sich der Umsatzanteil dieses Geschäftsbereiches mit 64,0 % weiterhin leicht rückläufig (Q3 2007: 73,6 %).

Das „Servicegeschäft“ konnte gegenüber dem Vorjahreszeitraum eine erfreuliche Entwicklung verzeichnen und stieg um 29,8 % auf 2,92 Mio. € an (Q3 2007: 2,25 Mio. €).

Unter Einbezug der den Geschäftsbereichen nicht zu zuordnenden Umsätzen in Höhe von 0,01 Mio. € erzielte die USU Software AG im dritten Quartal 2008 insgesamt Umsatzerlöse von 8,13 Mio. € die somit um 4,6 % unter dem Vorjahreswert blieben (Q3 2007: 8,56 Mio. €).

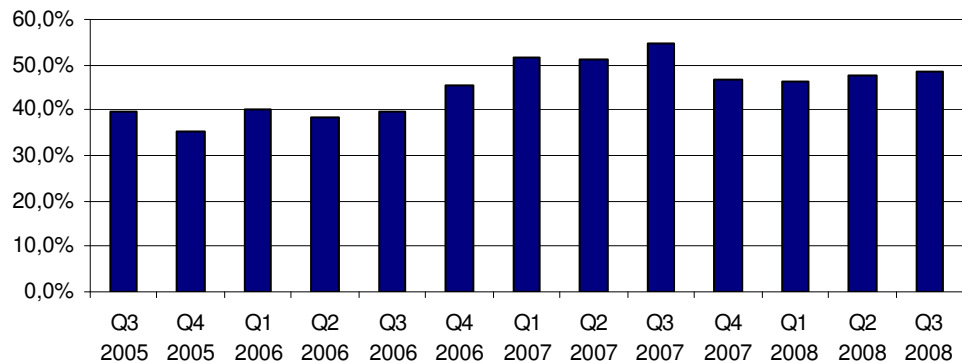
Der überproportionale Anstieg der Herstellkosten des Umsatzes liegt in der Abschwächung des margenstarken Geschäftsbereiches „Produktgeschäft“ begründet. Die margenseitige Reduktion des Rohertrages von 54,8 % auf 48,6 % resultiert somit aus einem Herstellkostenanstieg in Höhe von 8,6 % auf 4,18 Mio. € (Q3 2007: 3,85 Mio. €).

Der Marketing- und Vertriebsbereich der USU Software AG stand im Zeichen der Belegschaftsausweitung. Zusammen mit Effekten aus der Reduzierung der Sachkosten für diesen Bereich fielen im dritten Quartal 2008 1,46 Mio. € an. Damit lagen diese Aufwendungen um 7,2 % über dem Niveau des Vorjahreszeitraumes (Q3 2007: 1,37 Mio. €).

Der Sachkosten- und Beitragsanstieg für Versicherungen sowie ein Forcieren der Fortbildungsmaßnahmen für USU-Mitarbeiter belasteten die Aufwendungen im Bereich der Verwaltung. Hier verzeichnete die Gesellschaft im dritten Quartal 2008 eine Kostenzunahme gegenüber dem Vorjahresquartal in Höhe von 8,8 % auf 0,72 Mio. €.

Diverse Entwicklungsprojekte, wie beispielsweise das Redesign konzerneigener Softwareprodukte, saldierten sich im abgelaufenen dritten Quartal 2008 in

Entwicklung der Rohertragsmarge über die Quartale



Quelle: USU Software AG, GBC AG

den Forschungs- und Entwicklungsausgaben auf 1,33 Mio. €. Gegenüber dem Vorjahreswert von 1,17 Mio. € entspricht dies einem Anstieg in Höhe von 13,5 %.

Betriebsprüfung führt zu Sonderbelastungen

In den saldierten sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen in Höhe von –0,36 Mio. € war im Wesentlichen ein Rückzahlungsbetrag an das Finanzamt in Höhe von 0,50 Mio. € enthalten. Für die Jahre 2002 bis 2004 ergab sich bedingt aus der Nichtanerkennung der Unternehmereigenschaft der USU Software AG, eine Rückzahlungsverpflichtung an das Finanzamt, die in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gebucht wurde. Mit der Verrechnung von steuerlichen Erstattungsbeträgen, die nicht ertragswirksam sind, entstand somit ein liquiditätsneutraler aber aufwandswirksamer Steuereffekt, der sich negativ auf das Periodenergebnis auswirkte. Die Gesellschaft hat bereits gegen den Steuerbescheid Einspruch eingelegt und erwartet eine Rückerstattung.

Damit erzielte die USU Software AG im dritten Quartal 2008 ein operatives Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) in Höhe von 0,17 Mio. €. Eben beschriebene umsatz- und kostenseitige Effekte führten damit im Vergleich zum dritten Quartal des Vorjahres zu einer Reduktion des EBITDA 2007 in Höhe von 89,0 % (Q3 2007: 1,54 Mio. €). Unter Einbezug der ersten beiden Quartale fiel das EBITDA nach neun Monaten um 67,1 % zur Vorjahresperiode geringer aus (9M 2007: 2,84 Mio. €). Das um die Steuerrückerstattung bereinigte EBITDA beträgt im abgelaufenen Quartal 0,67 Mio. € und nach den ersten neun Monaten des Geschäftsjahres 2008 1,43 Mio. €.

Die Abschreibungen auf im Rahmen von Unternehmensakquisitionen aktivierte immaterielle Vermögenswerte und die Abschreibungen auf Sachanlagevermögen entwickelten sich im Vergleich zum Vorjahresquartal leicht rückläufig. So fiel dieser Abschreibungsbetrag von 1,03 Mio. € (Q3 2007) um 13,8 % auf 0,89 Mio. € (Q3 2008).

Insgesamt erzielte die USU Software AG im dritten Quartal 2008 somit ein EBIT in Höhe von -0,13 Mio. € (bereinigt: 0,35 Mio. €) während im Q3 2007 noch ein positives EBIT von 1,20 Mio. € erreicht werden konnte. Hier werden

nochmals die außerordentlichen Belastungen aus dem Festpreisprojekt sowie der Steuerrückzahlung ersichtlich.

Die nach wie vor hohen Finanzmittelbestände in Höhe von 8,47 Mio. € wirkten sich mit einem Finanzergebnis in Höhe von 0,24 Mio. € positiv auf das Konzernergebnis aus. Zum Stichtag 30.09.08 weist die USU Software AG eine weiterhin starke Liquiditätsbasis mit liquiden Mittel pro Aktie in Höhe von 0,83 € aus.

In Summe reduzierte sich das Ergebnis vor Steuern (EBT) gegenüber dem starken Vorjahresquartal um 91,7 % auf 0,11 Mio. € (Q3 2007: 1,31 Mio. €). Ohne steuerliche Sondereinflüsse hätte die Gesellschaft ein EBT in Höhe von 0,61 Mio. € erzielt, das damit um 53,8 % zum Vorjahresquartal geringer ausgefallen wäre. Da die USU Software AG nach wie vor steuerliche Verlustvorträge geltend machen kann, fielen im zweiten Quartal dieses Geschäftsjahres keinerlei Steueraufwendungen an. Ein Steuerertrag in einer niedrigen dreistelligen Größenordnung ließ das Periodenergebnis zum Vorsteuerergebnis nahezu unverändert. Dementsprechend wurde im dritten Quartal 2008 ein Konzernergebnis in Höhe von 0,11 Mio. € (bereinigt: 0,61 Mio. €) erzielt, was zur Vergleichsperiode des Vorjahres einer Reduzierung in Höhe von 87,2 % gleichkommt (Q3 2007: 0,87 Mio. €). Insgesamt konnte die USU-Gruppe in den ersten neun Monaten ein Periodenergebnis von 0,45 Mio. € (bereinigt: 0,87 Mio. €) erzielen, nachdem im Vorjahreszeitraum noch 2,09 Mio. € erreicht werden konnten.

Bilanzielle Betrachtung zum 30.09.2008

Bedingt aus dem Aktienrückkauf der Gesellschaft sowie durch die im zweiten Quartal erfolgte Dividendenzahlung in Höhe von 1,54 Mio. € reduzierte sich die Eigenkapitalquote zur Geschäftsjahresbilanz 2007 von 87,3 % auf 85,8 %. Damit lag das Eigenkapital zum Ende des dritten Quartals mit 44,95 Mio. € unter dem Vergleichswert zum Ende des Geschäftsjahres 2007 von 46,48 Mio. €. Dennoch zeigt dieses Niveau eine nach wie vor äußerst stabile bilanzielle Situation der USU Software AG auf. Die wesentlichste Veränderung der Passivseite war die Ausweitung der kurzfristigen Verbindlichkeiten von 6,49 Mio. € (GJ 2007) um 8,9 % auf 7,07 Mio. €. Primär resultiert diese Entwicklung aus dem Anstieg des Passiven Rechnungsabgrenzungspostens, der die bereits zu Jahresbeginn in Rechnung gestellten Wartungsverträge, für die die Leistungserbringung und Umsatzrealisierung im Jahresverlauf erfolgen wird, erfasst. Nachdem zum Geschäftsjahresende 2007 noch 0,79 Mio. € ausgewiesen wurden, stieg dieser Betrag zum Ende des dritten Quartals 2008 auf 1,85 Mio. € an.

Auf der Aktivseite können sowohl im Anlagevermögen als auch im Umlaufvermögen zur Vergleichsbilanz des Geschäftsjahres 2007 nur marginale Veränderungen festgestellt werden. Während sich das Anlagevermögen, hier vor allem durch eine abschreibungsbedingte Verringerung immaterieller Vermögensgegenstände, um 1,8 % reduzierte, fiel das Umlaufvermögen im Vergleich zum Jahresende 2007 um 1,6 % geringer aus. Hierfür verantwortlich war in erster Linie die Dividendenzahlung in Höhe von 1,54 Mio. €, die zu einem Abfluss liquider und liquiditätsnaher Mittel führte. Insgesamt summiert sich die Bilanzsumme zum Ende des dritten Quartals 2008 auf 52,37 Mio. €.

Prognose und Ausblick für das Geschäftsjahr 2008

Nachdem die ersten drei Quartale des laufenden Geschäftsjahres 2008 sowohl umsatz- als auch ergebnisseitig von Sonderbelastungen geprägt waren, erwarten wir für das letzte Quartal 2008 einen deutlichen Umsatzanstieg, der aus dem organischen Geschäft resultieren sollte. Die Markteinführung der beiden Mittelstandsversionen Valuation Express und Knowledge-Center Express sowie der neuen Version Valuation 3.5 sollen dem inländischen Lizenzgeschäft die hierfür notwendigen positiven Impulse liefern. Zudem lässt der konzernweit angestiegene Auftragsbestand, der zum Ende des dritten Quartals mit 15,51 Mio. € einen Anstieg in Höhe von 50,4 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum verbuchen konnte, eine deutliche Umsatzausweitung erwarten. Wesentlich für diese Entwicklung waren aufgelaufene Aufträge, die aufgrund der Abarbeitung eines Großauftrages in die nächste Periode verschoben wurden. Mit dem endgültigen Abschluss des Großauftrages wird der hohe Auftragsbestand in den kommenden Quartalen zu einem signifikanten Umsatzanstieg führen. Zudem zeigt sich auch der Vorstand zuversichtlich (Aussage vom 11.11.2008) im laufenden vierten Quartal einen Umsatz- und Ergebnisanstieg zu erzielen.

Der für die USU Software AG relevante Markt weist nach wie vor ein nachhaltiges Marktwachstum auf. Für die Segmente Software und IT-Services werden im laufenden Jahr 2008 Wachstumsquoten von 5,0 % respektive 6,2 % prognostiziert. Der begonnene Kapazitätsausbau sowie die hervorragende weltweite Produktpositionierung in den Bereichen CMDB / ITAM und Knowledge Management, eröffnet der USU Software AG weitere Möglichkeiten, um an dieser Entwicklung zu partizipieren. Die Stabilität des Marktes sehen wir durch die Finanzmarktkrise vorerst nicht belastet, dennoch können wir gewisse Interdependenzen zur globalen Wirtschaftsentwicklung nicht ausschließen.

Auch die jüngsten Prognosen der European Information Technology Observatory (EITO), die für den europäischen IT-Markt einen Anstieg von 4,2 % (2008) sowie 4,1 % (2009) erwarten, zeigen weitere Möglichkeiten auf, von einer internationalen Ausrichtung zu profitieren. Die forcierte Internationalisierungsstrategie der USU Software AG soll dieser weltweiten Expansion gerecht werden. In diesem Zusammenhang wurde das Vertriebsteam der Konzerntochter USU AG durch den neuen, international erfahrenen Vertriebsleiter, Sven Wilms, verstärkt. Nach seinen langjährigen Führungstätigkeiten bei IBM und IDS Scheer verfügt er über ideale Voraussetzungen, das internationale Partnergeschäft signifikant voranzutreiben. Der Fokus soll auf dem europäischen Markt liegen, aber auch Aktivitäten in dem weltweit größten Markt in den USA sowie in den Wachstumsmärkten im Nahen Osten halten wir für wahrscheinlich. Die Verstärkung des internationalen Vertriebsteams wird zudem durch eine Personalaufstockung in diesem Bereich unterstützt. Hier erwarten wir signifikante Umsatzbeiträge ab dem 2. Halbjahr des Jahres 2009.

Diesen Annahmen werden wir mit unseren Umsatz- und Ergebnisprognosen gerecht. In Folge der angepassten Umsatzprognosen sowie der erhöhten Kostensituation haben wir auf Basis der ersten drei Quartale 2008 auch unsere Ergebnisschätzungen aus der letzten Studie (03.09.08) mit einem EBITDA von 3,34 Mio. € auf 2,05 Mio. € nach unten angepasst. Damit erwarten wir nun eine EBITDA-Marge von 6,3 % (bisher 10,0%). Für das kommende Jahr gehen wir aufgrund wegfallender Sonderbelastungen von einer Margenverbesserung auf 8,4 % aus und erwarten somit ein EBITDA in Höhe von 2,89 Mio. € (bisher 4,04 Mio. €). In Summe haben wir auch unsere EPS-Prognosen nach unten angepasst. Für 2008 erwarten wir ein EPS in Höhe von 0,10 € (bisher 0,23 €). Für das kommende Jahr 2009 erwarten wir ein EPS von 0,16 € (bisher 0,29 €).

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

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5 % 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 1,14.

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 10,3 % (bisher 11,2 %). 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 9,3 % (bisher 9,7 %).

WACC von 9,3 %
ermittelt

Kapitalkosten	
Eigenkapitalkosten	10,3 %
Gewicht in %	75 %
Fremdkapitalkosten	7,0 %
Gewicht in %	25 %
Taxshield in %	9,2 %
WACC	9,3 %

Werttreiber - DCF Bewertung ab 2010 - Phase 2

Umsatzwachstum 4,5 %

EBITDA-Marge 11,0 %

Abschreibungen vom OAV 1,2 %

Working Capital in % vom Umsatz 10,6 %

Werttreiber - Endwert- Phase 3

ewiges Umsatzwachstum 2,5 %

langfristige EBITA-Marge 10,0 %

langfristiger Steuersatz 29,8 %

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 9,3 % errechnet. Der daraus resultierende faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2009 entspricht als **Kursziel 4,46 € (bisher 5,06 €)**.

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	32,60	34,23	35,77	37,38	39,06	40,82	42,66	
Umsatzveränderung	5,00%	5,00%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	2,50%
EBITDA-Marge	6,28%	8,44%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	11,00%	
Abschreibungen (auf IK)	-0,39	-0,39	-0,41	-0,41	-0,42	-0,42	-0,42	
Abschreibungen vom OAV	1,16%	1,15%	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%	
EBITA	1,66	2,50	3,52	3,70	3,88	4,07	4,27	
EBITA-Marge	5,08%	7,30%	9,85%	9,89%	9,93%	9,97%	10,01%	10,00%
Steuerquote (effektive auf Gewinne)	0,84%	5,10%	7,00%	7,50%	8,00%	8,50%	8,75%	29,80%
EBI (NOPLAT)	1,64	2,37	3,28	3,42	3,57	3,72	3,90	3,21
Working Capital	3,29	3,70	3,80	3,97	4,14	4,33	4,53	
Working Capital zu Umsatz	10,09%	10,81%	10,61%	10,61%	10,61%	10,61%	10,61%	
Operatives Anlagevermögen	33,50	33,80	34,00	34,24	34,48	34,72	34,96	
Umsatz zu operativen Anlagevermögen	0,97	1,01	1,05	1,09	1,13	1,18	1,22	
Investiertes Kapital (IK)	36,79	37,50	37,80	38,20	38,62	39,05	39,49	
Kapitalrendite	4,59%	6,45%	8,74%	9,05%	9,34%	9,64%	9,97%	8,03%
Free Cashflows:								
EBITDA	2,05	2,89	3,93	4,11	4,30	4,49	4,69	
Steuern auf EBITA	-0,01	-0,13	-0,25	-0,28	-0,31	-0,35	-0,37	
Investitionen in OAV	-0,26	-0,69	-0,61	-0,65	-0,66	-0,66	-0,67	
Veränderung des Working Capital	-1,11	-0,41	-0,10	-0,17	-0,18	-0,19	-0,19	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freier Cashflow	0,66	1,66	2,98	3,01	3,15	3,30	3,46	32,47

VALUATION in Mio. EUR	GJ 2007	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e
Barwert expliziter FCFs	13,97	14,61	14,31	12,66
Barwert des Continuing Value	15,94	17,42	19,04	20,81
Wert operatives Geschäft (Stichtag)	29,91	32,03	33,35	33,47
Nettoschulden (Net debt)	-10,67	-11,10	-12,29	-14,67
Barwert aller Optionsrechte	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Eigenkapitals	40,58	43,13	45,64	48,15
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	40,58	43,13	45,64	48,15
Ausstehende Aktien in Mio.	10,28	10,24	10,24	10,24
Fairer Wert der Aktie in EUR	3,95	4,21	4,46	4,70

FINANZCASHFLOW in Mio. EUR	GJ 2008e	GJ 2009e	GJ 2010e	GJ 2011 e
Dividendenzahlung	-1,542	-1,024	-1,024	-1,024
Aktienrückkäufe	0,87	0,00	0,00	0,00
Zinsaufwand/ertrag	0,45	0,55	0,43	0,51

Sensitivitätsanalyse Fairer Wert je Aktie in Euro

		WACC				
		8,3%	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%
Kapitalrendite	4,0%	3,24	3,17	3,11	3,06	3,02
	6,0%	4,07	3,92	3,79	3,67	3,58
	8,0%	4,90	4,66	4,46	4,28	4,13
	10,0%	5,73	5,41	5,13	4,89	4,69
	12,0%	6,57	6,15	5,80	5,50	5,24

Fairer Wert pro Aktie liegt bei 4,46 €

Fazit

Die ersten neun Monate dieses Geschäftsjahres waren für die USU Software AG in erster Linie durch die Rückzahlungsverpflichtung an das Finanzamt sowie durch ungeplante Investitionen in die Beratung eines großen Festpreisprojektes, die in Folge zu Umsatzausfällen führten, geprägt. Die USU Software AG hat gegen diesen Rückzahlungsbescheid Einspruch erhoben und erwartet eine Rückerstattung. Zudem führte der gezielte Belegschaftsausbau in beiden operativen Bereichen zu einem überproportionalen Kostenanstieg, der in einer Verringerung der Ergebnismargen seinen Ausdruck fand.

Demzufolge konnten die Umsatzerlöse nach drei Quartalen mit 23,81 Mio. € nur leicht um 1,2 % gegenüber dem Vorjahreswert (9M 2007: 23,52 Mio. €) zulegen. Besonders für diese Entwicklung verantwortlich war der Umsatzbeitrag des starken „Servicegeschäft“, das mit 8,42 Mio. € um 22,1 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum zulegen konnte. Im Gegensatz dazu verringerte sich das margenstarke, jedoch volatile, von Großprojekten geprägte „Produktgeschäft“, das sich mit 15,36 Mio. € um 7,5 % gegenüber den ersten drei Quartalen des Vorjahres reduzierte. Insgesamt entwickelte sich das operative Ergebnis (EBITDA) rückläufig und verzeichnete eine Reduktion in Höhe von 67,1 % auf 0,93 Mio. € (9M 2007: 2,84 Mio. €).

Die stabile Bilanzsituation mit einer Eigenkapitalquote von 85,8 % und einem hohen Finanzmittelbestand in Höhe von 8,47 Mio. € eröffnet aber der USU Software AG weiterhin die Möglichkeit am prognostizierten Marktwachstum des Jahres 2009 in den relevanten Teilmärkten Software (+4,8 %) und IT-Services (+6,1 %) sowohl organisch als auch anorganisch teilzunehmen. Zudem soll die forcierte Internationalisierungsstrategie, insbesondere durch die Vertriebsteamverstärkung durch den neuen, international erfahrenen Vorstand der USU-Tochter USU AG, Sven Wilms, weitere Impulse für eine Umsatz- und Ergebnisverbesserung ab dem zweiten Halbjahr 2009 liefern.

Dennoch haben wir aufgrund der Sondereinflüsse unsere Umsatzprognosen auf Jahressicht nach unten hin angepasst. Wir erwarten somit für das laufende Geschäftsjahr ein Umsatzwachstum in Höhe von 5,0 %, das dementsprechend in ein niedrigeres EBITDA in Höhe von 2,05 Mio. € (bereinigt: 2,54 Mio. €) münden sollte. Die EBITDA-Marge von 6,3 % (bereinigt: 7,8 %) sollte damit unter dem Vorjahresniveau von 11,2 % liegen. Für das kommende Jahr erwarten wir ein leicht über dem Marktdurchschnitt liegendes Umsatzwachstum in Höhe von 5,0 % auf 34,23 Mio. €. Wegfallende Belastungen aus dem Belegschaftsaufbau sowie der Wegfall der steuerlichen Sonderbelastung werden zu einem überproportionalen Anstieg der EBITDA-Marge auf 8,4 % führen. Damit rechnen wir im kommenden Jahr mit einem EBITDA in Höhe von 2,89 Mio. €.

Wir haben auf Basis der aktuellen Prognosen unsere Bewertungseinschätzung nach unten angepasst und im Rahmen unserer DCF-Analyse ein 2009er Kursziel von 4,46 € ermittelt (bisher 5,06 €). 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
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden
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 Interessenskonflikte 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